全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经报·知钱"3系" 股票实战培训教程

知钱学士

孟 京◎著



套利交易

看底牌下注

本书导读

- 套利是低风险撬动高收益的投资技巧，是可持续几何式复利增长的保证
- 基金是在中国资本市场实现套利的重要投资工具，能获得巨大的套利机会
- 债券与股票是资本市场最大的套利组合，可在市场震荡中寻求避险与套利
- 权证是实现以小博大的套利"利器"，有着"少花钱多办事"的优点
- 高风险的期货交易竟然是套利者的"温床"，通过杠杆放大效应"赚大钱"

经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有系才有戏

毫无疑问，中国资本市场正处于重大历史发展阶段，然而“七亏二平一赢”的铁律并没有因为市场、品种、机制、投资者的扩容和改变而改观。进入市场的每个人都是为赢利而来，然而太多的人却在这个天堂和地狱的交叉地带输了积蓄、时间、亲情和希望。

知钱俱乐部创办的“3系”股票投资实战教程，即锻造扎实的知识体系、建立实战的操作体系、修炼坚韧的心智体系，这是股票成功投资的核心要素，也是股民成长的三部曲，是从“道听途说”到“偶像崇拜”直至“系统学习”的必然归宿。

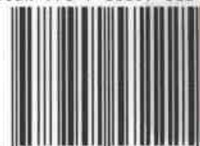
知钱“3系”为首创的系统、实战、精华课程，是一个有机系统，也是思维、逻辑、原则、方法、经验、心态等受益终生的传授。希望更多有缘的投资者能沐浴在朱平、花荣、李大霄、刘建位、田荣华及其他名家高手的华彩乐章中，循序渐进，知行合一，真正成为市场中赚钱的“10%”。

套利交易

看底牌下注

上架建议：畅销·财经类

ISBN 978-7-80257-222-5



定价：25.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经报·知钱"3系" 股票实战培训教程

Understand the mystery of money

知钱学士

孟 京◎著



套利交易

看底牌下注

经济日报出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

套利交易：看底牌下注/孟京著.
—北京：经济日报出版社，2010.10
ISBN 978-7-80257-222-5

Ⅰ. ①套…
Ⅱ. ①孟…
Ⅲ. ①股票-证券投资-基本知识
Ⅳ. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第185268号

书　　名：套利交易：看底牌下注
作　　者：孟　京
责任编辑：王　含
责任校对：黄兴伟
出版发行：经济日报出版社
地　　址：北京市宣武区右安门内大街65号（邮编：100054）
电　　话：010-63568136　63567690　63567691（编辑部）　63567687（邮购部）
010-63567683　63516978　63588445　63538621　83538863（发行部）
网　　址：www.edpbook.com.cn
E-mail：jjrbbjb@136.com
经　　销：全国新华书店
印　　刷：北京山润国际印务有限公司
开　　本：710×1000　1/16
印　　张：9
字　　数：100千字
版　　次：2011年1月第一版
印　　次：2011年1月第一次印刷
印　　数：0001～6000册
书　　号：ISBN 978-7-80257-222-5
定　　价：25.00元
特别提示：版权所有·盗印必究　·　印装有误　·　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序一：管理风险 理性投资

改革开放30余载，中国证券市场也经历了近20年的发展且日益发挥越来越重要的社会功能。大量优秀企业的发展壮大得到了资本市场的有力支撑并实质性地推动了实体经济的增长；股权分置改革、全流通的逐步实现、股指期货、创业板、融资融券等有序推出，为市场奠定了厚实的根基；广大公众投资者通过资本市场开始分享我国经济增长的成果。

然而，对个人投资者而言，证券市场存在着不可预测的系统性风险和突发性风险。如何才能合理规避风险、有效控制风险，并达成稳定的赢利呢？这就体现出投资者教育工作的重要性，它既是教育投资者理性投资、防范风险、保护投资者合法权益、促进市场和谐发展的客观需要，也是按照科学发展观要求加强我国资本市场建设、促进证券市场稳定运行的关键环节之一。近几年来，在中国证券业协会统一领导下，投资者教育工作逐步深入开展，已经从“股市有风险，入市须谨慎”、“买者自负”的初始提示风险阶段，进入到扎扎实实深入普通投资者，以大量的客观数据、客户调研为支撑，精心设计课程，以市场化和公益化相结合方式开展培训工作。同时，在培训体制上采取发挥证券行业的力量和社会民间的力量相结合的“两条腿走路”的方针，逐步形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成我国多层次的投资者教育体系。

在这样的背景下，经济日报出版社与知钱俱乐部共同开发、出版的经报·知钱“3 系”股票实战培训教程可谓正当其时。其所倡导的锻造扎实的知识体系、建立实战的操作体系、修炼坚韧的心智体系，在无数的股票培训领域中脱颖而出。而作为“3 系”第一阶段“知钱学士”系列教科书的出版，也让人耳目一新，较好地体现了系统、实战、精华的特点，给入市不久或经验较少的投资者提供了很好的视角，可谓是良师益友。

在当今中国，股票投资无疑是受众面最广、参与人数最多的投资品种。面对一个庞大的市场，投资者最重要的工作是深入地学习，通过系统培训建立起自己的投资体系，这样才能避免投资的非理性。也只有广大投资者、特别是中小投资者素质的不断提高，我国资本市场才可能实现持续健康发展。可以说，经报·知钱“3 系”系列教程对于投资者股票投资基础体系的确立是非常有意义的，是一次有益的尝试。我们期待着后续教程也能早日出版发行。

在此，希望经报·知钱“3 系”股票实战培训教程能继续总结经验、开拓创新，秉承客观、实用的宗旨越出越好，为进一步推动证券市场长期稳定、健康地发展，为投资者教育工作不断深入地开展做出自己的贡献。

姚万义

2010 年 9 月

姚万义：现任北京证券业协会顾问，曾任中国证监会北京证监局副局长、巡视员；北京证券业协会理事长、监事长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序二：成功是需要方法的

参与股票市场的人都知道，股市如战场，输赢全在一瞬，功夫却在盘外。为把握股市胜机，很多人忙着听股评、参加股市沙龙、钻研各种股票理论，可谓“乐此不疲”。但令人遗憾，最终的效果往往不理想。一场股市风暴来临，大多数人仍免不了被套、亏损结局。究其原因在于：很多人缺乏科学、连贯的系统学习。

知钱俱乐部历时近一年精心打造的“3 系”股票系统培训课程，是新老股民学习投资方法和心态的有益教材。通过系统学习，可以改变自己的盲目投机习惯，学习正确操作方法，拥有成熟良好的心态，避免不必要的亏损，更有机会成为这个市场的胜者。

一年前的此时，我亦受到知钱俱乐部的热情邀请，参与了知钱“3 系”的内容讲授，与大家分享了在股市中如何“修炼坚韧的心智体系”，希望对有缘者能有一点帮助。

值此“3 系”股票培训教程第一部分付梓之际，再受俱乐部之邀，为本教材作序，感慨颇深。

2010 年，中国资本市场正式步入“弱冠之年”。中国资本市场从无到有、从小到大、从无序到有序，一路演绎着不平凡。年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轻的中国资本市场仅仅用20年时间，已经是世界第三大市场，随着中国企业不断成长，中国的证券市场再过20年，有机会问鼎全球！希望投资者能把握住中国资本市场发展机遇，与中国证券市场共精彩！

是为序。

李大霄

2010年8月于深圳

李大霄：现任英大证券研究所所长，曾任东莞证券研究发展中心主任、东莞证券首席分析师等。获东莞市、广东省及中国证券业协会多个奖项；多次受到《人民日报》、《新华社》的采访报道，文章被选入《证券时报》“高端论坛”栏目、《中国证券报》“名家视野”栏目、《上海证券报》“金牌分析师”和“股市牛人”栏目、《中国金融报》“权威声音”栏目、中国社会科学院《金融研究》等；在广东人民广播电台“名家访谈”节目、中央人民广播电台“经济之声”和“华夏之声”栏目担任长期嘉宾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序三：在学习中快乐投资

2006～2007年，中国内地的大牛市掀起了全民投资的热潮，点燃了国人投资的愿望与热情。而经过了2008年的漫漫熊途与2009年的恢复性上涨，到现在，中国投资者又被充满魅力的股市弄得有些魂不守舍。也许有一天，投资者还会感受到股市不仅脾气极大，而且琢磨不定。

资本市场的风险和收益是配比的。初入股市的股民往往认为赚钱很轻松，容易激动也容易盲从，一个猛子扎进去，不知道水深水浅，很容易进来就呛水，甚至淹死。但市场又是最好的、也是残酷的老师，在金融危机洗礼之后，更多人认识到理性投资的重要性。因为股票市场上并不存在保证投资成功的方法，所以投资者既要不断地学习，也要将所学的带到实践中反复检验与提炼，不断提高抵抗风险的能力，最终树立起自己的投资体系。也就是学到一些在资本市场长期生存的本领。

投资是快乐的，我相信投资会成为国人的一种生活方式。就这一点，是与知钱俱乐部的“快乐财富空间”理念是相通的。知钱俱乐部是投资者教育产业化的先行者，自其成立以来，通过多种多样的方式给投资大众带去了颇有价值的投资启蒙和指引。作为知钱的老朋友及“3系”课程的授课老师，我对此印象深刻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相信知钱俱乐部所做的事，对所有参与到股票市场的投资者都能起到一定的帮助。

朱平

2010年8月

朱平：中国最著名公募基金经理之一。历任广发基金管理有限公司总经理助理、易方达基金管理有限公司投资部研究负责人、基金科汇基金经理、广发证券公司投资银行部华南业务部副总经理、上海荣臣集团市场部经理。现任广发基金管理有限公司副总经理兼投资总监。2007年广发基金公司获得明星基金公司、基金客户明星、3年期持续回报明星、平衡型明星基金、大基金明星等5大奖项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
CONTENTS

序一：管理风险　理性投资 …………………………… 姚万义 001
序二：成功是需要方法的 …………………………… 李大霄 003
序三：在学习中快乐投资 …………………………… 朱　平 005

引　言 ………………………………………………… 001

第一章　“牵手”套利并不难——套利的整体介绍 …………… 003

套利，是投资的最高境界之一。具有“先看底牌再出牌”般的神奇效果。获得低风险高回报的套利收益，是机构和普通投资者梦寐以求的目标。成为一名成功的套利交易者其实并不难，只要做好三件事：一是坚持一种适合自己性格的投资理念并不断加以修正。二是熟悉各类投资品种、交易规则和它们之间的联系。三是未雨绸缪，提前预知有可能出现的套利点，一旦机会出现，实施套利。

套利是实现投资收益可持续的几何式复利增长的保证。运用好套利策略，你会发现投资远比你想的更有乐趣。

一、证券套利交易好神奇 / 005
二、为何要做套利 / 005

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、什么是套利／007

四、套利交易实现的基础：资本市场不完善导致的价格扭曲和偏差／008

五、如何实现套利／009

第二章　基金套利——玩转套利的财富源泉 ……………… 015

基金是在中国资本市场实现套利的重要投资工具。了解开放式基金、封闭式基金、主动型基金、被动型（指数）基金、ETF 基金、LOF 基金、创新型基金等林林总总各类基金的特点与差别，了解基金与股票之间的内在关系，将会在我国这样一个“新兴＋转轨”的市场中获得巨大的套利机会。自 2005 年以来，高折价率的封闭式基金实现了“（指数）涨的时候跑赢大盘，（指数）跌的时候有很高的安全边际，（指数）横向震荡的时候慢牛向上的好收益”。这是套利交易的成功典范。基金套利的关键在于两点：一是关注基金交易价格和净值的差距（基差），利用其最终回归一致的特性卖高买低；二是关注基金的资产组成和价格变动趋势，从而在预期基金未来净值较现价有较大波动时实现套利。

一、没有做不到，只有想不到——写在基金套利前的预设问题／017

二、基金的分类与重点品种介绍／018

三、如何利用基金玩转套利的思路／024

第三章　债券与股票的套利——天作之合的套利搭档 ……………… 043

债券与股票是“天作之合”的套利搭档，是资本市场最大的套利组合。债券是资本市场的基础工具，虽然债券具有收益稳定、价格波动小的特点。但是固定收益类产品天生与权益类（股票）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资工具的“跷跷板”关系，是现代投资组合的基础。投资债券，投资者不光要了解传统的国债，更要了解企业债、债券型基金、可转债等工具。将这些品种与股票有机组合，将会极大地增厚你的投资收益，同时在资本市场震荡中寻求到避险与套利的机会。

一、债券投资——稳健面纱下的“金矿” / 045
二、债券分类与重点品种介绍 / 046
三、债券套利——如何挖掘这座金矿 / 057

第四章 权证——杠杆的妙用，套利的“利器” ……………… 075

权证在我国证券市场是伴随着2006年股权分置改革应运而生的，是非常重要的金融创新投资品种。掌握好权证的投资要领，手中就有了一柄事先锁定高收益套利的“利器”。投资权证要注意三个方面的问题：第一要对权证的基本特征搞清楚。第二要对权证所对应的股票的业绩和股价变动趋势有一定的把握。第三要利用好权证与股票之间的套利机会。权证有着“少花钱多办事”的优点，也是实现以小博大的绝佳工具。

一、权证的定义和理解 / 077
二、权证的种类 / 079
三、股本权证和备兑权证的区别 / 082
四、权证的发行条款的基本要素及其含义 / 083
五、影响权证价格的因素 / 084
六、权证的交易规则有别于A股股票 / 084
七、投资者在投资权证时应该注意哪些风险 / 085
八、权证的套期保值和套利 / 086

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　期货——地狱与天堂般的套利的温床 …………… 101

进行了杠杆放大的期货投资既是“地狱”也是“天堂”。“上天还是入地”，取决于投资者对期货市场的认知，更取决于投资者进行期货交易的动机和手段。其实高风险的期货市场还是套利者的“温床”。了解期货市场的特点与交易规则，了解期货与现货的关系，清楚套期保值的机会与风险，利用好期货与现货、不同期货合约间的套利关系，通过杠杆效应放大，你将得到一个“赚快钱”和“赚大钱”的好工具。

一、期货重点知识掌握 / 104
二、知晓股指期货 / 118
三、股票指数期货的投资策略与技巧 / 121

后　记 ……………………………………………………………… 130

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引　言

在日常的交流中，很多普通投资者总是很羡慕我们这些证券从业人员，认为我们有着很多的内幕消息，从而可以轻松获利。但是，内幕交易不仅是严重的违法行为，而且实际效果未如预期。我从来不做内幕交易，除了比较爱惜“羽毛”外，主要是我找到了比之内幕交易既合法又效率更高的投资方法——套利交易。

套利交易的神奇就好像是一个博彩者先知道结果再下注，只要付出时间成本，基本是无往而不利的。

成功的套利有点像刘谦的魔术。那这魔术如何来变呢？请看五章秘籍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章 “牵手”套利并不难
——套利的整体介绍

套利，是投资的最高境界之一。具有“先看底牌再出牌”般的神奇效果。获得低风险高回报的套利收益，是机构和普通投资者梦寐以求的目标。成为一名成功的套利交易者其实并不难，只要做好三件事：一是坚持一种适合自己性格的投资理念并不断加以修正。二是熟悉各类投资品种、交易规则和它们之间的联系。三是未雨绸缪，提前预知有可能出现的套利点，一旦机会出现，实施套利。

套利是实现投资收益可持续的几何式复利增长的保证。运用好套利策略，你会发现投资远比你想的更有乐趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、证券套利交易好神奇

你想象过吗，如果一只净值是2元的开放式基金，允许你仅用七折的价格（1.4元）就可以买到，而且短期内就能以2元甚至更高的净值卖出去。

你想象过吗，同样的股票，同一个时点，有人用44元一股的价格买，而有人却仅以35元一股的价格购入。

你知道吗，申购新股，同样的100万元，别人只能申购一次，而略施小计的你却可以如同中签两次，加倍受益。

你知道吗，你看好的股票遇到利好停牌了，买不进去怎么办？别急，有扇不为人知的“边门”向你悄悄开启，偷着乐吧。

你说啥？以上都是传说不可能实现。非也！——这些都是有案可查的已经实现了的真实投资案例。

如何实现？慢慢往下看吧。

二、为何要做套利

之所以把套利作为进行证券投资的主要方法，是基于我的投资目标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和对中国资本市场现状的认识。

我的投资目标有二：

（一）实现投资收益的可持续性、几何式复利增长

我们做投资不要学狗熊掰棒子，不要做“折返跑”。例如：你本金100万元，头一年赚了100万元，收益率为100%；后一年又赔了50%，资金又变为100万元，回到了原点上。按算术平均，两年的平均收益率是25%，按几何平均则是0。所以我们做投资的时候要追求可持续的几何式利润增长。几何式的利润增长会让你的投资收益形成一种接力棒，通过累计效应不断扩大自己的收益，这也就是巴菲特所说的“滚雪球”效应。

（二）寻找“低风险高收益”的投资品种和投资方法，通过“套利”实现“轻松赚钱”

我在投资中喜欢“投机取巧”，当然不是通过内幕交易这种作弊行为，这是可耻的，也是违法的。我的“投机取巧”是市场中无处不在的套利机会。在我国这样的“新兴+转轨”的证券市场中，有很多让你感到惊讶的合理合法的空子可钻，有些投资品种的风险收益特征居然能够实现“仅冒持有国债的风险，获得的却是堪比股票的收益”。大家知道，“股市一天存款一年”，股票市场一天的涨跌可能会超过一年银行存款的利息。我教给大家一些赚钱的方法，也就是寻找套利的机会，这些方法可以使大家在投资的过程中达到事半功倍的效果，这也是我希望达到的效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、什么是套利（arbitrage）

什么是套利？套利非常简单，不是违规和内幕交易，而是专业投资的最高境界之一。具有“先看底牌后下注”般的神奇效果。世界著名的投资大师索罗斯是套利交易中的佼佼者，而掌握国际资本市场起起落落的对冲基金则本身就是为套利而生的。套利是利用证券市场中的不完善、信息不对称或人性中情绪化因素导致的投资品种价格扭曲而出现的机会进行投资。把握这些机会可以用很小的成本获得很高的投资回报，甚至提前锁定收益。套利，任何人都可以做到，但需要比较强的专业能力和敏锐的洞察力，以及良好的投资习惯。

套利的专业定义：试图利用不同市场或不同形式的同类或相似金融产品的价格差异牟利。最理想的状态是无风险套利。

从国际发展趋势看，以前套利是一些机警交易员采用的交易技巧，现在已经发展成为在复杂计算机程序的帮助下，从不同市场上同一证券的微小价差中获利的技术。

例如，如果计算机监控下的市场发现 A 股票可以在纽约证券交易所以 10 美元的价格买到，而在伦敦证券交易所以 10.12 美元的价格卖出，套利者获得专门的程序就会同时在纽约买入而在伦敦卖出同等数量的 A 股票，从而获得两市场的价格差。

套利的核心：永恒不变操作——买进（做多）便宜的，卖出（做空）贵的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、套利交易实现的基础：资本市场不完善导致的价格扭曲和偏差

世界上没有充分完善的资本市场（充分有效市场），而我国证券市场是"新兴+转轨"的半有效市场，价格经常发生制度性扭曲，同时业务创新和投资品种间的认知差异、摩擦，也导致了套利的可能，而投资大众的情绪化因素使套利的空间、频率增加，机会增多。

什么是制度性扭曲呢？例如，基金公司为追求规模，在旗下的债券基金重仓持有中签新股后不暂停基金申购，从而给了"别有用心"的投资者一笔资金"中签两回"的机会。再比如说，封闭式基金由于缺乏期间内转为开放的制度安排，长期处于30%以上的高折价交易。

再有就是人性的情绪化因素。比如说，市场出现暴跌的时候，你会在不可想象的低价位买到心仪的股票。一些蓝筹股平日总在3%上下的范围内波动，但市场突然出现暴跌，突然有两笔单子直接打到了跌停。再比如说，当市场出现利好的时候，一些几乎一文不值的权证会推高到一个天价的水平。"价格围绕价值"波动是经济学的基础，而人的情绪化在短期内会加大价格和价值的差异程度，而这也给我们提供了非常难得的套利机会。价格在短期内会远离价值，但时间不会很长，最终必然还是要回归价值。过度脱离的时候投资，恢复正常的时候获利了结，也是非常好的套利模式，其中孕育着很多的黄金机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、如何实现套利

实现套利需要做三件事：一是坚持一种投资理念并不断加以修正。二是熟悉各类投资品种和交易规则。三是未雨绸缪，提前预知有可能出现的套利点，一旦机会出现，实施套利。

（一）树立能够持之以恒的投资理念

有人觉得投资理念很空，有没有并不重要；还有人总为投资理念的好与坏而争论不休。其实不然。首先我认为，投资理念极为重要。重要到什么程度？如果把投资过程当成在写一张支票，那么选择投资品种、运用投资技巧、选取投资时机就好比是书写支票中的“0”的位数，而投资理念是最前面的那个“1”，0 再多，没有这个“1”，到头来也可能是白忙活一场。

那投资理念究竟是什么？为何没有对错之分？

以我的经验和对投资的理解，投资理念是投资者投资决策的灵魂，是投资方法的汇总和不断升华。投资理念没有绝对的对错之分，但却需要持之以恒的坚持。正确的投资理念并不在于投资蓝筹股还是成长股抑或垃圾股；也不在于究竟是运用技术分析还是基本面分析。投资理念是投资者根据自己的性格秉性、脾气偏好，在不断试错后形成的适合自己的投资方法和习惯。投资理念一经形成，只需完善，不要随意“推倒重来”。能否抵御住各种诱惑而始终坚持自己的判断和选择，能否耐住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寂寞，独立思考，不断实践和完善自己的投资方法和投资习惯，就是最好的投资理念。如果觉得我说的还是太抽象的话，那就让巴老的故事来加深一下印象吧。

美国投资大师沃伦·巴菲特在贝克夏·哈撒韦公司 1985 年的年报中讲述了这样一个故事：

一个石油勘探者正在向他的天堂走去，但圣·彼得对他说："你有资格住进来，但为石油职员保留的大院已经满员了，没办法把你挤进去。"这位勘探者想了一会儿后，请求对大院里的居住者说句话。这对圣·彼得来说似乎没什么坏处，于是圣·彼得同意了勘探者的请求。这位勘探者拢起嘴大声喊道："在地狱里发现石油了！"大院的门很快就打开了，里面的石油职员蜂拥而出。圣·彼得非常惊讶，于是请这位勘探者进入大院并要他自己照顾自己。勘探者迟疑了一下说："不，我认为我应跟着那些人，这个谣言中可能会有一些真实的东西。"

这则故事其实说明了关于投资的一个最重要的问题——抵御诱惑。在诱惑面前，要时刻保持清醒，并坚守正确的投资理念和投资策略，不来回摇摆，这是投资生涯取得成功的关键。

（二）熟悉各种交易制度、投资品种和投资工具，并能熟练地综合运用

要想成为套利的专家，首先要做一个全面掌握资本市场游戏规则制度、投资品种极其内在关系的"杂家"。这是进行套利交易的物质基础。完成一笔套利交易，首先需要熟悉交易规则，其次要熟悉交易品种，特别是股票、债券、基金、权证、期货这五种较成熟的投资工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利交易通常需要运用多种投资工具和投资产品协同完成。

目前，我国资本市场已基本实现了与国际的接轨，投资产品和投资工具非常丰富，见表1-1。

表1-1 我国资本市场主要投资工具一览表

大类	细分品种（仍可再分）				
债券	固定利率、浮动利率	记账式国债	企业债	公司债	可转债、分离式可转债
基金	开放式、封闭式基金	ETF基金、LOF基金	股票型、债券型、混合型、货币型	国内基金、QDII基金	被动（指数）型基金、主动投资型基金
股票	A股、B股、H股	主板、中小板、创业板、三板	一级市场（新股发行），二级市场	蓝筹股、红筹股、重组股、垃圾股	涨跌幅10%的普通股、涨跌幅5%的特别处理股
权证	认购证、认沽证	备兑证、股本证	美式证、欧式证、百幕大式证	价内证、价外证	现金结算权证、证券给付结算权证
期货	商品期货	股指期货	外汇期货	黄金期货	利率期货
其他投资工具	新股申购（打新股）	融资融券交易	银行理财产品、保险理财产品	信托产品或阳光私募	PE、VC等股权投资或pre-ipo股权投资精彩

案例分析

股指期货上市首日的套利大狂欢

在套利交易中，跨市场跨品种是家常便饭。2010年的4月16日，我国正式推出了股指期货交易。当天由于股指期货较现货价格升水（指溢价）幅度较大，引发了大量的套利交易者进行“期现套利交易”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（专业术语为“基差套利”）。详见表 1－2 和案例分析。

表 1－2

沪深 300 指数现货和期货品种	开盘	收盘	最高	最低	开盘价计套利空间	套利操作	所需时间	年化无风险收益率（期现比按 2:8）
沪深 300 指数	3388.29	3356	3388.29	3348	/	标的	/	/
期货合约 IF1005	3450	3415	3488	3413	1.83%	沽空	5 月到期	18.3%
期货合约 IF1006	3470	3441	3517	3440	2.42%	沽空	6 月到期	11.62%
期货合约 IF1009	3600	3512	3647	3505	6.25%	沽空	9 月到期	12%
期货合约 IF1012	3531	3320	3532	3308	4.22%	沽空	12 月到期	5.06%
嘉实 300 指数基金（LOF 基金）（代码 160706）	0.857	0.855	0.859	0.852	/	在沽空期指的同时买入	/	/
平 均	/	/	/	/	3.68%	/	/	11.75%

注 1：按中金所规定，近期合约保证金比例为 16%，远期合约保证金比例为 19%，2010 年 4 月 16 日，一手沪深 300 指数期货合约的开盘价计算的价值约为 101.64 万元（3388×300 元/点）。

注 2：现货交易选用交易量最大、流动性最好的嘉实 300 指数基金（160706）。

注 3：在期货和现货的套利交易中，资金利用率与期货合约的保证金比例有关。所谓资金利用效率指可以锁定收益的本金比例。但本案例中为了表述清楚，资金利用效率均按 80% 计算。

注 4：期货合约到期时间为当月的第 3 个周五。如 IF1005 到期日为 5 月 21 日（2010 年，下同）。IF1006 到期日为 6 月 18 日。IF1009 到期日为 9 月 17 日。IF1012 到期日为 12 月 17 日。

在实际操作中，套利者如果用 250 万元套利，则可买入 200 万元（80% 资金比例）现货，即嘉实 300 指数基金；同时用 32 万元的保证金沽空两手 5 月到期的主力期指合约 IF1005（价值 200 万元），剩余 18 万元作为期货保证金，则可锁定 1.83% 的收益，由于锁定的收益最迟在 5 月 21 日合约到期日即可实现，因此年化收益率达到 18% 以上（1.83%×12×80%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在以上的案例中，套利者通过在买入嘉实300指数的LOF基金的同时，按市值1∶1的比例同时沽空任意品种的期货合约，即完成一笔套利。这笔套利交易通过股票指数现货与股票指数期货之间的同一标的（沪深300指数）不同价格，利用了股指期货和可交易的LOF指数基金（现货）这两个交易品种得以完成。看似复杂，其实简单。可谓轻松赚取无风险的大钱（年化收益率平均达到11.75%）和快钱（实战中恰逢股市大跌，期货和现货的价差收窄，一周内就实现了套利收益）。

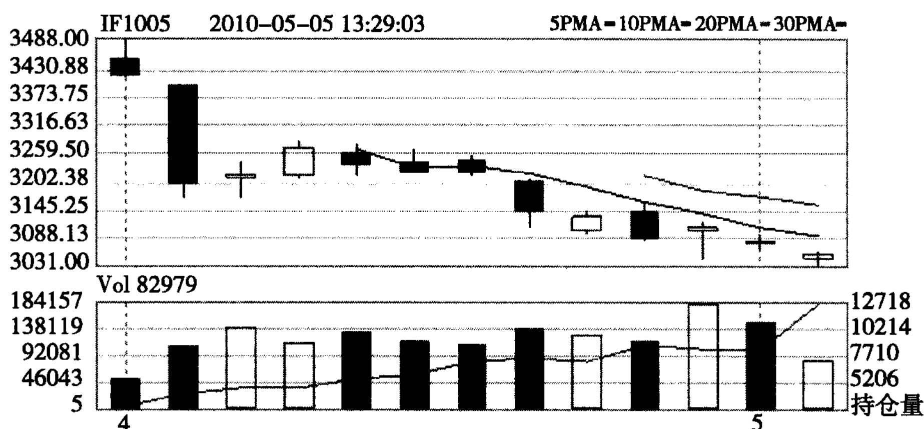


图1-1 2010年5月到期股指期货主力合约（IF1005）

（左边第一条K线为上市首日2010年4月16日的K线图）

（三）未雨绸缪，提前预知有可能出现的套利点，一旦机会出现，实施套利

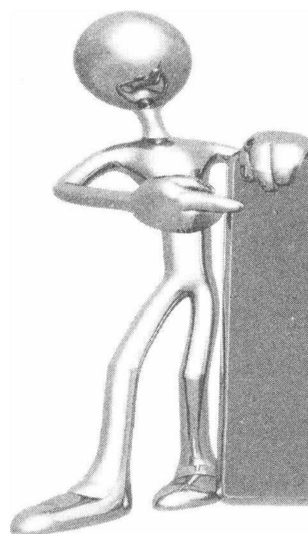
其实只要了解了各种投资品种，知道了它们之间的关系，就不难发现其中的套利机会。如上例，参与过期货交易的投资者，或稍有期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货常识的投资者都知道，期货和现货之间往往会有升贴水（价格差异），而像上例中这么大的套利收益，则不光是需要眼光，更需要早动手早准备。因为套利交易往往机会短暂、容量有限，基本上是给有准备的人的。

当然，我在之后的讲解中会告诉投资者，如何去寻找资本市场中的套利机会。且听下回分解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章 基金套利

——玩转套利的财富源泉

基金是在中国资本市场实现套利的重要投资工具。了解开放式基金、封闭式基金、主动型基金、被动型（指数）基金、ETF 基金、LOF 基金、创新型基金等林林总总各类基金的特点与差别，了解基金与股票之间的内在关系，将会在我国这样一个“新兴+转轨”的市场中获得巨大的套利机会。自 2005 年以来，高折价率的封闭式基金实现了“（指数）涨的时候跑赢大盘，（指数）跌的时候有很高的安全边际，（指数）横向震荡的时候慢牛向上的好收益”。这是套利交易的成功典范。基金套利的关键在于两点：一是关注基金交易价格和净值的差距（基差），利用其最终回归一致的特性卖高买低；二是关注基金的资产组成和价格变动趋势，从而在预期基金未来净值较现价有较大波动时实现套利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、没有做不到，只有想不到——写在基金套利前的预设问题

我们在共同探讨基金套利前，想先向读者提两个问题。

预设问题一：你相信天下也会掉馅饼——世间存在如下列举的“白送钱式”的投资品种吗？

现在有一种投资产品普通投资大众可无条件地购买，这种产品如同债券般的安全，又有超越股票指数的收益潜质，且期限不长，具体来说有如下特征：

最长持有期限：不超过 5 年（相当于中短期债券），流动性非常好，可以随时卖出变现。

风险收益特征：与 A 股指数呈同向波动。如果指数上涨，它将出现加速上涨。如指数涨 100%，你的收益会达到 150% ~200%；如果指数下跌，只要下跌幅度不超过 40%，比如说上证综合指数从 3000 点跌到 1800 点，那么 5 年后到期时将没有本金损失；如果指数在 5 年后还在原地踏步，你将获得 30% 以上的正收益，年化收益率为 6%。

问题是我国证券市场真的出现过这样的投资品种吗？未来如果还有这样的投资产品，你是否愿意购买？

预设问题二：套利能否实现“自动化”，能否借助软件自动完成，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不是必须要有很强的数学计算功底来自己计算扣除成本后的套利空间?

你在阅读本章后，会惊喜地发现，这不仅是可能的，而且正在不断完善之中。

在介绍基金套利玩法之前，首先还是让我们对基金的分类和特征梳理一番吧。如果没有特殊说明，本文所谈列的基金均指公开募集的证券投资基金，产业基金、阳光私募等基金不包括在列。

二、基金的分类与重点品种介绍

一提到基金，投资者大多会想到在银行购买的开放式基金。其实基金大家庭的成员非常丰富，而且随着金融创新不断，它们的数量和分类还在不断增加。对它们充分地了解是基金套利交易的基础喔。

（一）证券投资基金的定义

证券投资基金是指通过发售基金份额，将众多投资者的资金集中起来，形成独立财产，由基金托管人托管，基金管理人管理，以投资组合的方法进行证券投资的一种利益共享、风险共担的集合投资方式。

（二）公募（按法律法规公开向社会募集）证券投资基金的优势

一是集合理财，专业管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是组合投资，分散风险。

三是利益共享，风险共担。

四是严格监管，信息透明。

五是独立托管，保障安全。

（三）基金的分类

基金分类的依据有三：一是按规模是否固定和是否有存续期，可分为开放式基金、封闭式基金；二是按投资范围的不同和风险大小，可分为货币型基金、债券型基金、混合型基金、股票型基金、海外投资基金（QDII）；三是按基金管理人的投资策略，可分为主动型基金和被动型基金。被动型基金又以指数基金为主。

（四）重点分类基金的具体介绍

1. 开放式与封闭式基金

开放式基金：是指基金发起人在设立基金时，基金单位或股份总规模不固定，可视投资者的需求随时向投资者出售基金单位或股份，并可应投资者要求赎回发行在外的基金单位或股份的一种基金运作方式。

封闭式基金：是指基金的发起人在设立基金时，限定了基金单位的发行总额，筹足总额后，基金即宣告成立，并进行封闭，在一定时期内不再接受新的投资。基金单位的流通采取在证券交易所上市的办法，投资者日后买卖基金单位，都必须通过证券经纪商在二级市场上进行竞价交易。封闭式基金的历史其实早于开放式基金，不为普通投资者所熟悉，但却是套利的重点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 货币市场基金和债券市场基金

货币市场基金：投资于货币市场的基金。货币市场指期限在1年以内的短期债务工具市场，所交易的金融工具包括银行承兑汇票、商业票据、回购协议、可转让存款证以及国库券等。货币市场工具一般来说是相当安全的资产，适合作为短期闲置资金的投资标的。按规定，货币市场基金持有的债券必须是剩余期在397天内的短期债券。

债券基金：投资于债券市场或只参与新股IPO发行的一级市场的基金。债券市场是指与筹借长期资金的债权凭证活动有关的债券发行和买卖的场所和活动的总和。它是政府（包括地方当局）和企业（包括银行业）进行直接融资的主要途径。

3. 交易所交易基金（ETF）

交易所交易基金（exchange traded fund）本质上是一种被动型指数基金（passive index funds），与传统的指数型共同基金（index mutual funds）相似，它允许投资者做一次交易就完成对一揽子证券的买卖。通过这种基金，个人和机构投资者可以有效地对许多国内或国际指数进行投资交易。每个交易所交易基金的投资策略可以代表某一具体的部门或产业，比如消费类产品，或是某一市场指数，比如上证50，还可以是某一具体的股票投资组合。

ETF是可在交易所交易的基金。ETF通常采用完全被动式管理方法，以拟合某一指数为目标。它为投资者同时提供了交易所交易以及申购、赎回两种交易方式：一方面，与封闭式基金一样，投资者可以在交易所买卖ETF，而且可以像股票一样卖空和进行保证金交易（如果该市场允许股票交易采用这两种形式）；另一方面，与开放式基金一样，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者可以申购和赎回ETF，但在申购和赎回时，ETF与投资者交换的是基金份额和“一篮子”股票。ETF具有税收优势、成本优势和交易灵活的特点。

ETF的优势有三：

（1）费用率低：较之传统的共同基金1.0%～1.5%之间的管理费，ETF的管理费大概在0.3%～0.5%，同时，投资者在交易所买卖ETF股份的时候，只需支付券商不高于0.2%的佣金，也是大大低于传统开放式基金申购时1%和赎回时0.5%的手续费。而且，在交易所买卖ETF和封闭式基金一样不用缴纳印花税。

（2）持续的交易：传统的共同基金需以昨日的收盘价格进行认购或赎回，交易所交易基金不同，它可以在交易日内任何时间被买或被卖。

（3）管理透明：ETF被动跟踪指数，每日公布投资组合。上海证券交易所除了每15秒揭示上证指数（比如上证50），也会在相同时间间隔内，揭示ETF单位基金份额估计净值（IOPV），具有公开透明的优点，减少了基金管理人潜在的道德风险。

4. LOF基金

英文全称是“Listed Open-Ended Fund”，汉语称为“上市型开放式基金”。发行结束后，投资者既可以在指定网点申购与赎回基金份额，也可以在交易所买卖该基金。不过投资者如果是在指定网点申购的基金份额，想要上网抛出，须办理一定的转托管手续；同样，如果是在交易所网上买进的基金份额，想要在指定网点赎回，也要办理一定的转托管手续。LOF是对开放式基金交易方式的创新，其更具现实意义的一面在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于：一方面，LOF 为“封闭基金转开放”提供技术手段。对于封闭转开放，LOF 是个继承了封闭式基金特点，增加投资者退出方式的解决方案，对于封闭式基金采取 LOF 完成封闭转开放，不仅是基金交易方式的合理转型，也是开放式基金对封闭式基金的合理继承。另一方面，LOF 的场内（交易所市场）交易减少了赎回压力。此外，LOF 为基金公司增加销售渠道，缓解银行的销售瓶颈。

5. ETF 与 LOF 的区别与联系

LOF 与 ETF 相同之处：同时具备了场外和场内的交易方式，二者同时为投资者提供了套利的可能。此外，LOF 与目前的开放式基金不同之处，在于它增加了场内交易带来的交易灵活性。

二者区别表现在：首先，ETF 本质上是指数型的开放式基金，是被动管理型基金，而 LOF 则是普通的开放式基金增加了交易所的交易方式，它可能是指数型基金，也可能是主动管理型基金；其次，在申购和赎回时，ETF 与投资者交换的是基金份额和“一篮子”股票，而 LOF 则是与投资者交换现金；再次，在一级市场上，即申购、赎回时，ETF 的投资者一般是较大型的投资者，如机构投资者和规模较大的个人投资者，而 LOF 则没有限定；最后，在二级市场的净值报价上，ETF 每 15 秒钟提供一个基金净值报价，而 LOF 则是一天提供一个基金净值报价。

6. 创新型封闭式基金

创新型封基是指 2007 年以后发行上市的封闭式基金，截至 2010 年 4 月，共有 7 只。传统的封闭式基金在基金治理结构、投资范围、投资比例限制、存续期限、交易手段以及费率方面都存在着一定的缺陷。创新型封闭式基金在设计上针对传统封闭基金扬长避短。其制度设计上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创新可以体现在以下几个方面：

（1）完善基金治理结构，明确规定持有人大会的召开时间，确保持有人大会能够行使基金法赋予的权利。

（2）创新型封闭式基金很可能将适度放宽投资限制，扩大投资标的物的选取范围。

（3）投资比例限制适度放宽。

（4）可以设计成“半封半开”或其他创新交易模式，通过定期适度转开放降低折价率，改善其流动性。

（5）缩短存续期限。

（6）降低固定费率，提高业绩报酬，从而督促管理人勤勉尽职。

创新型封闭式基金的创新在哪些方面呢？迄今为止，创新型封闭式基金的创新主要涉及两个方面：

（1）基金存续期内，若上市交易后，折价率连续n个（提前约定）交易日超过约定幅度（如20%），则基金可通过召开基金份额持有人大会转换运作方式，成为开放式基金（LOF），接受投资者赎回申请。该内容被称为“救生艇条款”。采用这一措施应对长期高折价率。

（2）结构化分级基金由两级份额组成：优先级份额和普通级份额。两级份额分别募集和计价，但资产合并运作，在法律主体上是同一基金。两级基金的根本区别在于分配权的差异，优先级份额享有收益优先分配权，满足优先级份额收益分配后的大部分收益将分配给普通级份额。优先级份额的收益现金流将呈现相对稳定、持续的特点，其风险收益特征与低等级债券相似。普通级份额则通过对优先级份额基准收益优先分配权的让渡，获取较高比例的超额收益分配权，提高市场的投资参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与度，从而更多地分享基金收益增长带来的超额收益机会。所以，分级基金在同时为稳健和进取两类投资者提供资产匹配机会的同时，实现了封闭式基金市场价值的绝对增值。

三、如何利用基金玩转套利的思路

通过基金进行套利的“玩法”层出不穷，这里所列举的只是其中的一部分，且多为作者亲身体会的经验之谈。随着金融创新不断和新式基金的不断涌现，基金套利交易不仅方兴未艾，而且将会为投资者带来更大的惊喜。现将比较成熟的4种套利方法敬献读者，共同分享。

（一）市场的领跑者——高折价的封闭式基金

还记得文章开头预设的第一个问题吗？普通投资大众可无条件购买的投资产品，其期限不长、流动性好、如同债券般的本金安全，又有超越指数的收益潜质。这种投资品种就是高折价率的传统封闭式基金。

案例一

封闭式基金如何大幅跑赢指数，

两年平均累计收益战胜蓝筹指数达50%以上

2007年10月以后到2008年11月，我国股市结束了为期两年的超级大牛市，步入了罕见的大熊市，最具代表性的上海证券综合指数从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6124点的最高点跌到了2008年最低的1664点，最大跌幅超过了70%。随后的2009年，虽然指数出现了小牛市般的反弹，但截止到2009年7月31日，上证综合指数也仅仅回到了3400多点，投资者平均较高点损失仍在40%以上。但是在同期，在上海和深圳交易所挂牌上市的封闭式基金二级市场交易价格非但没有下跌，反而出现了一定幅度的上涨。持有的投资者总体上平均获利水平达到了7.6%，超越指数50%以上。

1. 历史重放：2007年10月12日（指数在5903点）到2009年7月31日（指数在3412点）

表2-1 2014年底前到期的封闭式基金净值及交易价格变动（实际收益率）比较表

交易所代码	基金名称	2007年12月10日价格	2009年7月31日价格	交易价格涨幅	期间复权净值变化	基金到期（转开放）时间
500008	基金兴华	1.232	1.729	40.34090909	-2%	2013-4-28
500009	基金安顺	1.884	2.334	23.88535032	1.05%	2014-6-14
500005	基金汉盛	1.371	1.63	18.8913202	-10%	2014-5-17
500018	基金兴和	1.227	1.451	18.25590872	-8.25%	2014-7-13
500003	基金安信	1.339	1.523	13.74159821	-5.83%	2013-6-22
500011	基金金鑫	1.881	2.104	11.85539607	-12.32%	2014-10-21
184690	基金同益	1.829	2.02	10.44286495	-8.4%	2014-4-8
500006	基金裕阳	1.514	1.64	8.322324967	-8.98%	2013-7-25
500015	基金汉兴	1.157	1.219	5.358686258	-13.2%	2014-12-30
184698	基金天元	2.231	2.32	3.989242492	-8.08%	2014-8-25
500002	基金泰和	2.433	2.528	3.904644472	-10.41%	2014-4-7
184699	基金同盛	1.965	1.951	-0.712468193	-13.7%	2014-11-5
184691	基金景宏	1.449	1.438	-0.759144237	-15.2%	2014-5-5
184693	基金普丰	1.123	1.082	-3.650934996	-13.17%	2014-7-14
184692	基金裕隆	2.946	2.815	-4.4467074	-9.33%	2014-6-14
184701	基金景福	2.094	1.958	-6.494746896	-16.65%	2014-12-30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

交易所代码	基金名称	2007年12月10日价格	2009年7月31日价格	交易价格涨幅	期间复权净值变化	基金到期（转开放）时间
184689	基金普惠	1.601	1.384	-13.55402873	-17%	2014-1-6
平均				7.6%	-10.05%	
000011	上海基金指数	4744	4664			
399305	深圳基金指数	4595	4445			
	上证综合指数	5903	3412		-42.2%	

从表2-1中我们可以看出这样的收益关系：封闭式基金的实际收益率（7.6%）大于其期间的平均净值增长率（-10.05%），更大于同期的指数变动（-42.2%）。也就是说，2007年10月以后，从证券市场购买封闭式基金，实际收益率将大幅战胜开放式基金的净值变动（偏股型和股票型开放式基金期间平均为-15%），更大幅度战胜了指数（代表市场中全体投资者的平均收益率水平）。

图2-1为基金指数2006年以来的月K线图，图2-2为上证综合指数2006年以来的月K线图，可以清晰地看出二者表现的强弱对比。

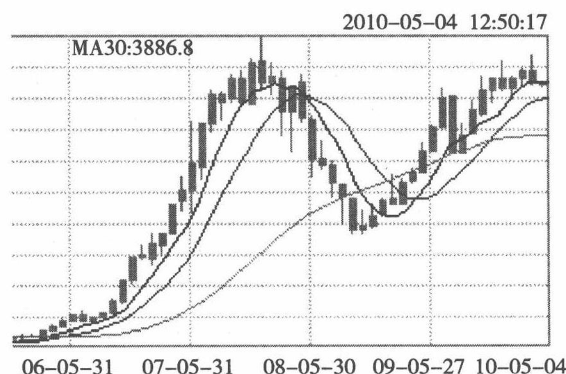


图2-1 基金指数月K线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

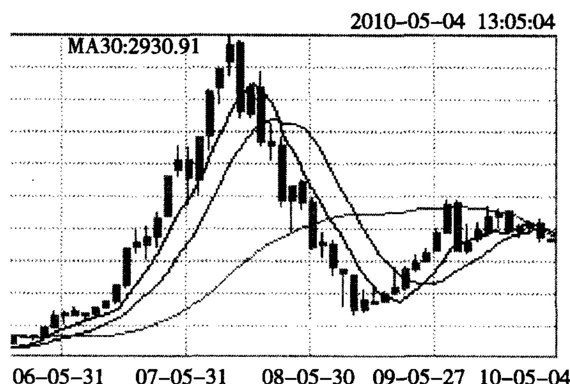


图 2－2 上证指数月 K 线

那么这样一个“大礼包”是如何取得的，以后还能取得吗？

2. 封闭式基金套利的内在基础

（1）首先是高折价率。封闭式基金 2007～2009 年平均 30% 的折价率使投资者可以以 0.7 元的价格买入净值 1 元的基金。这 30% 的差额表明，封闭式基金的价格大大低于内在价值，一旦价值回归，折价收益将是非常丰厚的。而且，折价率的存在还使市场下跌时，给投资者提供了一定的安全空间。

（2）折价率的存在使得封闭式基金存在上涨时的“杠杆效应”，进一步放大了收益。这是因为封闭式基金内在价值是随着净值涨跌的，而折价率达到 30% 的封闭式基金，净值/价格有了（1/0.7 = 1.428 倍）1.4 倍以上的放大。因此上场时会增厚收益。

（3）封闭式基金的最大股票仓位只能是 80%，而且机制灵活，在市场下跌时较开放式股票基金净值表现要好。而市场上涨时，虽然股票型基金理论仓位可以达到 90% 以上，但实际操作中，除了被动指数基金外，鲜有大幅超过 80% 的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）封闭式基金规模固定，没有日常申购赎回压力，基金经理更容易从容布局，长线投资。

（5）封闭式基金到期将转成开放式基金或 LOF 基金，从而在这一时点彻底消灭折价率。

（6）按法律法规规定，封闭式基金每年如果有收益，必须强制分红，分红比例不能低于实现收益的 90%。这一点非常关键，因为强制分红的存在，使封闭式基金根本不用持有到期就可享受套利收益。

3. 封闭式基金未来还能套利吗

回答是肯定的——能！只要封闭式基金折价率存在。

案例二

未来几年封闭式基金的套利计算

由于有很多封闭式基金将于 2014 年到期转成开放，我们假设选取任何一只 2014 年 8 月 30 日前到期、折价率 30%、投资能力与市场平均水平相同的封闭式基金，则其从 2009 年 8 月 30 日到 2014 年 8 月 30 日 5 年间的收益表现情况如表 2－2：

表 2－2

	投资起点：2009 年 8 月 30 日	投资终点：2014 年 8 月 30 日（传统封闭式基金有很多是 2014 年到期可转成开放基金）		
上证综合指数	2667 点（实际）	5334 点（上涨 100%）	2667 点（指数横盘）	1733 点（指数下跌 35%）
A 封闭基金净值	假设为 1.5 元	2.7 元	1.5 元	1.08 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	投资起点：2009年8月30日	投资终点：2014年8月30日（传统封闭式基金有很多是2014年到期可转成开放基金）		
净值变动幅度	无	上涨80%（按封闭式基金80%最大股票持仓计算）	不变	下跌28%（按封闭式基金80%最大股票持仓计算）
A封闭式基金价格	初始折价率为30% 1.05元	转开放，无折价 2.7元	转开放，无折价 1.5元	转开放，无折价 1.08元
A封基价格 5年后涨跌幅	/	2.7/1.05=2.57 收益率高达157%	1.5/1.05=1.4286 收益率为42.86%	1.08/1.05=1.0286 收益率为2.86%
5年平均收益率	/	31.4%	8.57%	0.57%
跑赢市场幅度	/	年均11.4%，总计57%	年均8.57%，总计42.86%	年均7.57%，总计37.86%

以上案例可以看出，封闭式基金只要有高折价和到期时间不是很长的特点存在，未来依然可以轻松套利，利用它来战胜市场。

4. 为何不必持有到期就可获得巨额的套利收益

前文说过，封闭式基金的强制分红条款存在，使套利的时间成本大幅降低。简单讲，分红部分就是提前封闭转开放的部分。

为了方便理解，举个极端的例子。假如投资者于2009年年底按1.1元的交易价格从二级市场中买入了2014年到期、净值2.1元的封基，折价率接近50%。封闭基金2009年度实现盈利1元，到2010年4月份公布基金分红，每份分1元。分红之后需要除权，除权后交易价格将从1.1元变为0.1元（1.1－1），而净值从2.1元变为1.1元（2.1－1）。这时折价率由接近50%变成了超过90%。如果交易价格没有上涨，这将意味着投资者可以用0.1元买入1.1元的基金，而如果以这样的折价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率买入并持有到期，4 年时间将获利 10 倍。显然这是不可能的。那么如果在除权后依然保持近 50% 的折价率，交易价格将在除权前从 1.1 元涨到 1.55 元之上，而这 40.9% 的收益就是短期实现的套利收益。即：(1.551 - 1.1) /1.1 =40.9%

（二）套取停牌的股票获得超额收益

投资者在长期的股票投资生涯中，肯定会遇到以下两种情况：

1. 看到心仪的股票刚想投资，股票却长期停牌了。

2. 某些上市公司股票公布巨大利好（如股权分置改革、兼并重组收购等），可以预期复牌后肯定会暴涨，但是已经买不到了。

以前遇到这种情况，我们自然是束手无策。但是如果我们巧妙地通过基金套利，你会惊喜地发现，市场为你专门开启了一扇“门”，让你合法合规地在你心仪而没有来得及买入的股票停牌期间也能“溜进去”，分享收益。

实战案例

利用广发基金套利股权分置改革的股票

2006 年的 4～5 月间，是上市公司股权分置改革最密集的时期，许多业绩优异的上市公司都在那段时间推出了股改方案并逐一实施。由于股权分置改革方案多是上市公司大股东以直接向流通股股东大比例送股的方式获得未来的流通权，因此上市公司，特别是绩优上市公司股票在实施股改后，股价会出现暴涨。而股改的公司在停牌后实施股改的当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，A股是不设涨跌停牌的，复牌当日股权涨幅超过50%甚至100%也不在少数。加上当时正处于牛市的初级阶段，股改的利好效应被放大了。由于上市公司股改方案好坏差异很大，而且能否获得股东大会通过也存在变数，因此很多投资者都错过了包括贵州茅台（600519）、驰宏锌锗（600497）、山西汾酒（600809）等绩优公司在股改前投资，等到公司股票停牌，再想买已经是望尘莫及了。

针对这种情况，笔者设计出在2006年4月10日后到4月底之间，通过重点申购广发旗下的两只基金“广发小盘基金（LOF）”和“广发聚丰基金（270005）”来获得超额收益。这是因为笔者发现，根据已经披露的2006年一季度季报这两只基金的投资组合，这两只基金大量持有了处于股改期的超级绩优股，而且预计卖出的可能性极小。

当时两只基金重仓股明晰如表2－3、表2－4：

表2－3 广发小盘2006年一季度投资组合

股票代码	股票名称	数 量	市 值	市值占净值比
600549	G厦 钨	1935000	39686850.00	5.31%
600809	山西汾酒	2988900	33953904.00	4.55%
000869	G张 裕	1157898	33856937.52	4.53%
600497	驰宏锌锗	1699700	32090336.00	4.30%
600361	G综 超	2624283	31675095.81	4.24%
600015	华夏银行	5087501	30219755.94	4.05%
000911	南宁糖业	2800000	29820000.00	3.99%
600383	金地集团	3402700	29671544.00	3.97%
000807	云铝股份	4099878	26198220.42	3.51%
000024	G招商局	1767240	24211188.00	3.24%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 2－4 广发聚富基金 2006 年半年报披露的投资组合

序号	股票名称	股票代码	股票数量（万股）	股票市值	占净值比例%	占流通市值比例%
1	大商股份	600694	438	180970800	6. 69	2. 55
2	G 钾　肥	792	886	179782300	6. 65	2. 64
3	苏宁电器	2024	326	166760200	6. 17	2. 9
4	G 宝　钛	600456	300	143070000	5. 29	3. 97
5	G 茅　台	600519	300	142320000	5. 26	0. 99
6	洪都航空	600316	322	111678300	4. 13	2. 98
7	中国石化	600028	1594	99650000	3. 68	0. 57
8	G 海　工	600583	400	91659300	3. 39	1. 27
9	G 驰　宏	600497	231	80564600	2. 98	2. 6
10	G 伊　利	600887	330	75207000	2. 78	0. 89
11	G 平　高	600312	560	67200000	2. 48	3. 61
12	G 万　华	600309	400	58000000	2. 14	0. 87
13	G 张　裕	869	154	57955000	2. 14	1. 86
14	G 云南白药	538	190	55005000	2. 03	1. 53
15	G 闽高速	600033	643	52220700	1. 93	2. 23
16	G 综　超	600361	288	52000100	1. 92	1. 8
17	G 金融街	402	600	49229000	1. 82	0. 92
18	G 中黄金	600489	255	48067500	1. 78	1. 99
19	双汇发展	895	154	47880800	1. 77	0. 76
20	G 金　发	600143	239	46843900	1. 73	2. 24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广发基金 2006 年 5 月的公告

广发小盘：广发基金管理有限公司关于恢复旗下两只基金大额申购及转入业务的公告

公告日期：2006－05－12

广发基金管理有限公司关于恢复旗下两只基金大额申购及转入业务的公告

为切实保护现有基金份额持有人利益，广发聚丰股票型证券投资基金、广发小盘成长股票型证券投资基金自 2006 年 4 月 7 日起暂停了单笔金额 100 万元以上（不含 100 万元）的申购和从我司管理的其他开放式基金转入广发聚丰股票型证券投资基金的业务。

鉴于对基金份额净值造成影响的部分股票已经复牌，本公司决定自 2006 年 5 月 12 日起恢复上述基金正常申购及广发聚丰股票型证券投资基金转入业务。

特此公告。

广发基金管理有限公司

2006 年 5 月 12 日

这则公告表明广发基金公司已经意识到了有人会套利，但是采取了“防大不防小”的做法。但事实上，一天一个账户 100 万元的申购上限对普通投资已经足够了。何况套利买入可持续近两周，单一账户实际可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进入1000万元资金。

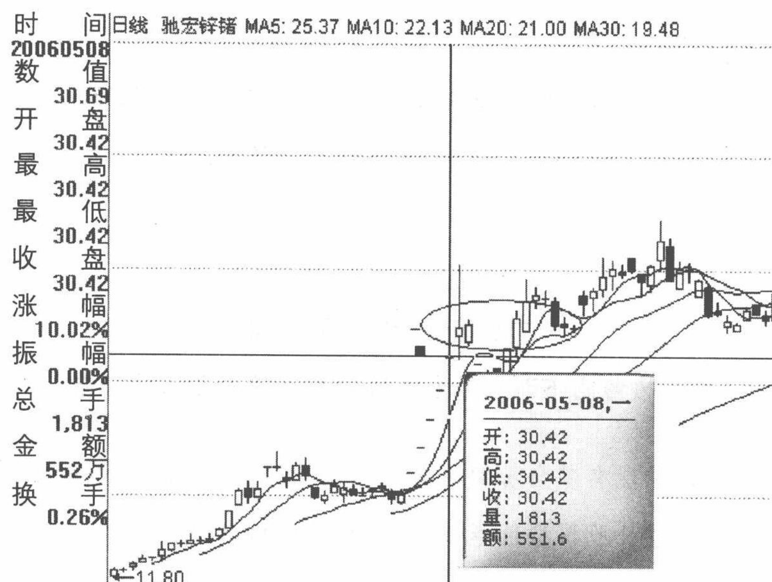


图 2-3 驰宏锌锗（600497）2006 年 4 月 25 日～6 月 12 日股价表现

套利结果 1：

通过广发的两只基金均套到了股票 G 驰宏锌锗（600497），该股票从 2006 年 2 月 25 日起停牌，股改方案为 10 股送 2.7 股，4 月 25 日起恢复交易。从恢复交易到股改完成复牌的 6 月 12 日，股价在短短一个半月期间，从 18.88 元涨到了 37.99 元，实际复权价格为 48.25 元（37.99×1.27），最大涨幅超过 1 倍，达到令人瞠目结舌的 155.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利结果2：

表2-5 总体收益情况

	2006年4月上证综合指数月涨幅	2006年4月深证指数月涨幅	2006年4月广发小盘净值涨幅	2006年4月广发聚丰净值月涨幅
2006年3月31日	1298.3	3516	1.2621	1.1844
2006年4月28日	1440.22	3850	1.5167	1.4421
涨幅	10.93%	9.49%	20.2%	21.76%

我们看到通过套利，仅两只基金4月收益就达到20%，超过市场指数收益近1倍。而且重仓股在5月8日复牌，当日两只基金的净值涨幅均超过5%。套利取得了满意的结果。

（三）利用“双头鹰”LOF基金套利

LOF基金，英文全称是“Listed Open-Ended Fund”，汉语称为“上市型开放式基金”。这种基金进入我国证券市场的时间不长，却提供了许多次套利机会，而且套利收益大得惊人。

1. LOF基金套利的原理

其实很简单。就是因为它是一种基金却存在两种定价模式，而两种定价模式揭示的价格又有或大或小的差异。两种定价模式是：作为开放式基金的属性，可以在所有的销售渠道按每日净值（内在真实价值）办理申购赎回，同时也可以对其上市交易的部分像封闭式基金一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样地买卖。

2. 套利流程

遇到场内（指在交易所上市部分）和场外（净值申购赎回部分）价格出现差异，可以通过“转托管”来回划转。先从价格揭示低的市场买入或申购，而后将这部分基金划转到价格揭示高的市场抛出或赎回即可。

3. 时间及成本

相互划转大致需要2个工作日，成本目前是一笔30元。

真实案例

博时主题行业LOF基金（160505），2006年12月15日至12月20日间的巨大套利分析

2006年年底，由于当时正处于牛市的繁荣期，很多基金积累了可观的可分配收益。临近年底，众基金公司出于回报投资者和扩大基金规模的双重考虑，纷纷选择大比例分红。博时主题行业LOF基金推出的分红方案是每份0.83元，十分优厚。引发了市场的狂热追捧。由于在交易所上市部分规模小，且受到资金炒作，在12月15日到20日间，遇到不正常的暴涨。结果场内部分的交易价格较基金净值连续几个交易日大幅升水（溢价），最高溢价达15%，引发套利。

在分红后，随着套利者的不断涌入，LOF基金场内价格大幅下跌，价格差异缩小、价值回归，回到了3%左右。套利者满载而归，短期内（连续4个交易日）获得了超过5%的收益，最大收益超过了15%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年化收益率：按完成一次套利加上开放式基金赎回时间计算不超过2周，则一年按40个交易周计算，也超过了100%。

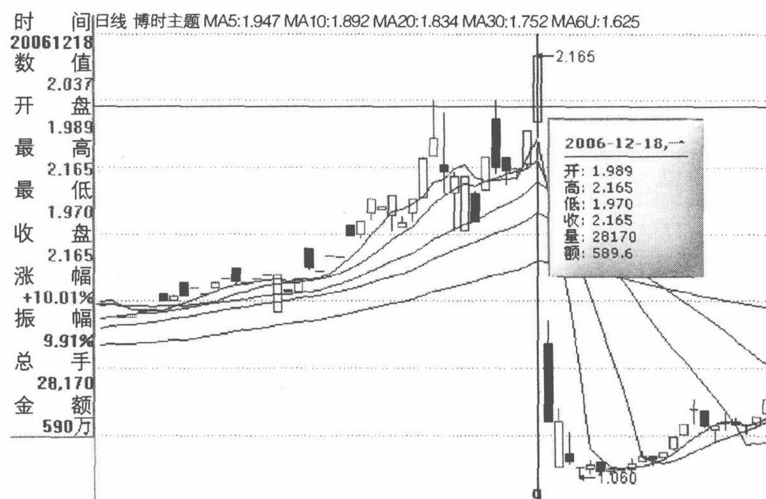


图2-4 博时主题行业LOF基金（160505）套利期间走势

表2-6

博时主题行业LOF基金套利期间	期间净值（内在价值）每日可按净值申购赎回	交易价格（可如股票般随时买卖，按收盘价格列示）	套利收益（申购基金转到交易所卖出）
2006-12-25	1.0543	1.093	3.67%
2006-12-22	1.0476	1.082	3.28%
2006-12-21	1.0505	1.1	4.71%
2006-12-20	1.0577	1.205	13.93%
2006-12-19	1.0466	1.202	14.85%
2006-12-18 基金分红：每份0.83元	1.8744	2.165	15.5%
2006-12-15	1.8603	1.968	5.79%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

博时主题行业 LOF 基金套利期间	期间净值（内在价值）每日可按净值申购赎回	交易价格（可如股票般随时买卖，按收盘价格列示）	套利收益（申购基金转到交易所卖出）
2006-12-14	1.846	1.87	1.30%
2006-12-13	1.8328	1.862	1.59%
2006-12-12	1.8329	1.87	2.02%
2006-12-11	1.8301	1.899	3.76%
2006-12-8	1.7951	1.726	-3.85%
2006-12-7	1.8273	1.849	1.188%
2006-12-6	1.8203	1.85	1.63%
2006-12-5	1.8404	1.858	0.96%

从上表也可以清晰看出：LOF 基金中，场内较场外溢价是常态，因此提醒投资者，如果你持有带 LOF 的开放式基金，如果需要准备赎回，不如先把它转到交易所市场（场内），选择卖出更划算。

（四）巧用 ETF 套利软件，坐享基金的“工具性套利”

ETF 的出现，是世界乃至我国基金业发展历史中的一大进步和里程碑式的革命，由于投资者可以利用专门的套利交易软件来对 ETF 基金在交易所市场的交易价格和不断更新揭示的净值间的差异进行套利，从而极大地弥补了传统的封闭式基金的不足，同时也较 LOF 基金有巨大的进步。ETF 基金套利软件的使用，不仅丰富了套利手段，而且使套利者套利效率极大提高（理论上一天可以完成无数次套利），无愧于套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者的盛宴。其玩法众多，作者仅列举三种常见的方式：

1. ETF 的瞬时套利

ETF 瞬时套利原理：是由 ETF 交易机制本身决定的最基本的套利方法。作为交易所可交易基金，ETF 与股票一样在交易时间能够在市场上按市价进行买卖交易，同时，ETF 由一篮子股票构成，这些股票在二级市场的交易价格决定了它们构成的 ETF 在每个瞬间有一个基金净值。由 ETF 在二级市场的供求关系决定的 ETF 交易价格和由其成份股决定的 ETF 基金净值，就构成了同一种 ETF 商品在两个不同的市场上有不同的价格属性，又由于申购赎回通道的存在联通了两个市场，ETF 瞬时套利得以实现。

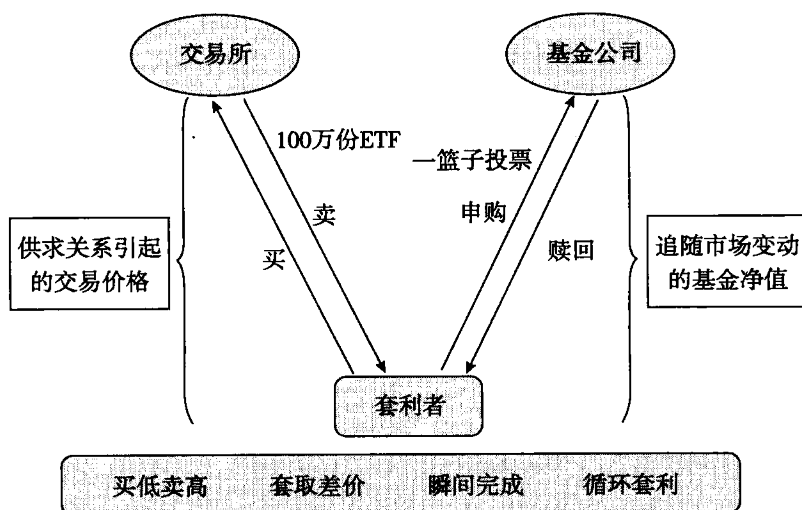


图 2-5 ETF 套利图例

ETF 瞬间套利举例说明：某投资者使用 ETF 套利软件套利，过程中的诸多交易功能，比如批量买入成份股、股票置换基金或赎回基金变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成成份股均为软件自带功能；同时案例中假设交易成本为0（实践中交易成本很低）。

案例1：投资者发现，50ETF在市场中的交易价格为1.01元，而实际净值为1元。则他先通过ETF套利软件按规定的数量和比例买入一篮子50只股票；而后立刻通过软件将50只股票换成100万份ETF（ETF基金在存续期只能通过股票申购），每份实际成本为1元；然后立即按1.01元的市价抛出这100万份基金。则赢利1%。当然整个过程可以由投资者事先设定，由软件在套利机会符合要求（最低回报率）时自动实施。

案例2：接上例，投资者在完成上一笔交易5分钟后发现，50ETF在市场中的交易价格为1元，而最新揭示实际净值为1.01元。则他先通过ETF套利软件下单买入100万份ETF基金，而后通过软件发出赎回申请，则100万份50ETF基金顷刻间按规定的数量和比例置换成了一篮子50只股票；而后择机或立刻卖出50只股票，完成套利。这相当于1元的市场价格买入净值1.01元的基金，马上赎回，实现赢利1%。

2. 利用ETF卖出手中持有的预期会出现大幅下跌但已经停牌或长期停牌的股票

我们说了很多利用基金套取股票的方法。ETF基金较其他相比，不仅能正向套取股票，还能反向将停牌无法卖出的“看跌股”提前卖出，甚至是毫发无损地卖出。当然这需要使用ETF的套利软件，且资金规模要够得上套利要求的最低限度，如50ETF的100万份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真实案例

通过50ETF卖出看跌且长期停牌的长江电力（600900）的“胜利大逃亡”

2008年5月27日至2009年6月前，长江电力因为重大资产重组长期停牌，期间上证综合指数从3400点跌到了2700点，最低一度跌到了1664点，最大跌幅达到50%。市场普遍预计长江电力未来复牌要大跌，起码30%以上。于是从2008年6月后到2009年6月长江电力复牌前，有不少资金规模雄厚、专业能力强、熟悉ETF且大量持有长江电力的投资者，借助券商提供的50ETF套利软件来了次“胜利大逃亡”，实际操作过程如下：

某投资者有20万股的停牌中的长江电力，2009年3月某日通过开户券商向他提供的ETF软件通过套利交易进行卖出。他先通过交易软件构筑50ETF的一篮子股票，也就是按比例买入除长江电力外的49只未停牌股票（软件自动下单完成按比例购买）；而后使用自己拥有的长江电力的库存股票，完成了50ETF一篮子股票的构建；而后立即向基金公司发出申购50ETF基金的申请，将50只股票换成100万份50ETF，择机或立即在二级市场中卖出100万份50ETF，即完成了套利交易。当时构建50ETF 100万份，需要长江电力4200股，按停牌前的14.65元计算，4200股的市值为6.15万元。因为是T+0交易，当日可不限次数地交易。20万股长江电力的库存，则套利47次就仅余2600股了，投资者从而实现了胜利大逃亡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. ETF 套利——套取停牌有望大涨的股票案例

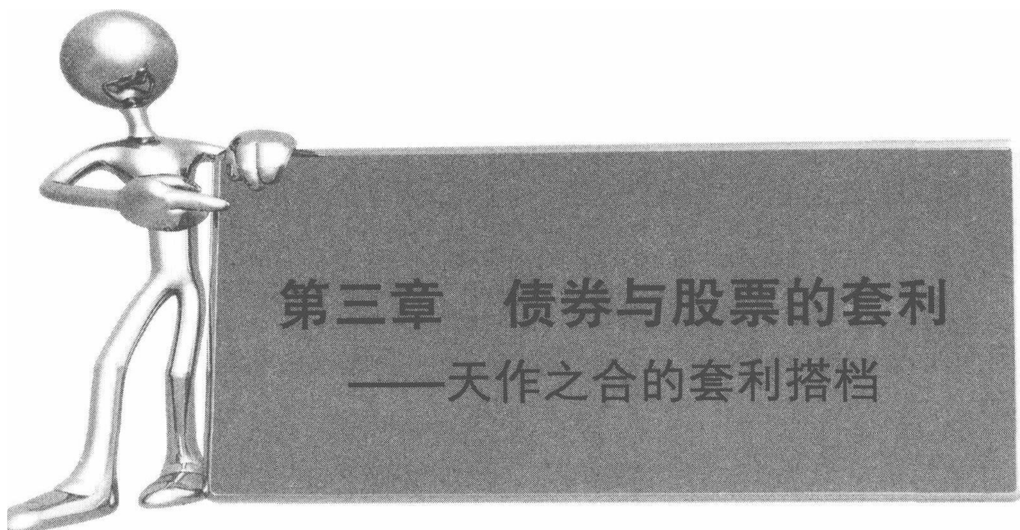
在前文中，作者介绍了2006年通过广发基金套取股票的案例，其实通过ETF基金套股票，风险更小，更方便，充分体现了制度优势。这是因为，作为ETF构成的股票，份额固定，且当日回转的"T+0"交易，可以让你只留下想套利的股票，而把不需要的部分抛出，从而避免了基金持有的其他非套利目标股票下跌的风险。

2009年6月5日~6月15日，有涉及两个ETF（50ETF、深100ETF）的三只股票有重大事项公告停牌，清华同方（600100）是要进行重大资产收购，而深发展（000001）是要与中国平安（601318）联姻。这均属于重大利好，且预期复牌后上涨。

实际套利操作中，运用ETF套利专业的套利软件（可问询开户的券商是否提供），先按规定买入100万份深100ETF（159901）和上证50ETF（510050），而后通过软件向基金公司发出赎回股票指令，将100万份基金份额赎回变成所构成的150只成份股，之后留下中国平安、清华同方、深发展这三只股票，将剩余的卖出即可。这个过程完全在瞬间完成，不超过1分钟。套利人仅需要把握买基金和卖出多余股票的时机。之后静待三只股票分别复牌后，选择时机卖出，兑现收益即可。

总之，基金是进行套利交易的源泉。基金套利的关键在于两点：关注基金交易价格和净值的差距（基差），利用其最终回归一致的特性卖高买低；二是关注基金的资产组成和价格变动趋势，从而在预期基金未来净值较现价有较大波动时实现套利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章 债券与股票的套利
——天作之合的套利搭档

债券与股票是“天作之合”的套利搭档，是资本市场最大的套利组合。债券是资本市场的基础工具，虽然债券具有收益稳定、价格波动小的特点。但是固定收益类产品天生与权益类（股票）投资工具的“跷跷板”关系，是现代投资组合的基础。投资债券，投资者不光要了解传统的国债，更要了解企业债、债券型基金、可转债等工具。将这些品种与股票有机地组合，将会极大地增厚你的投资收益，同时在资本市场震荡中寻求到避险与套利的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、债券投资——稳健面纱下的“金矿”

一提到债券，很多投资者立刻就没了兴趣。“安全但过于四平八稳”、“流动性差，到期才能还本付息”、“中老年人的最爱”、“能跑过CPI吗”等，是通常提到债券时投资者普遍的感受和疑虑。这是因为投资者总把债券投资与银行销售的凭证式国债完全划等号，这无疑是以偏概全的。其实债券投资是一座真正的金矿，特别是金融创新不断的当今社会，债权类投资与权益类（股票类）投资共同演绎着丰富多彩的财富传奇。阅读完本章，或许你会发现，原来债券有这么多的花样！在债券投资的稳健的面纱下，有如此的勃勃生机。在与读者朋友探讨债券套利前，作者还是先预设两个问题。

（一）预设问题一：你能否在防范被套的情况下抄底

2008年10月后，股市从年初的6000点下跌到1700点了，代表国家投资的中央汇金开始增持工商银行、中国银行等公司的股票发出强烈的救市信号。我国资本市场有很浓的政策市的特征，因此这是一个很好的买入或抄底的信号，很多人依然不敢买。抄不到底，不是因为觉得这时候股票不够便宜，而是因为贪心，希望以更低的价格买到，以及害怕被套的心理。怎么防范这种贪心？调整你的性格，这显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然不可能。那就只能想办法找到一种“两全其美”的投资策略——既能抄底，又不至于万一抄错招致太大的损失的办法。那么有这种办法吗？

（二）预设问题二：你能否在防范踏空的情况下逃顶

2007 年的 6000 点是很多投资者心中永远的痛。“太贪了”——这是很多投资者对没有在 6000 点逃顶，或逃顶后又太早“抄底”而发出的自责与叹息。但是贪婪并不是错误，在牛市中只有敢于“贪婪”才能够赚取丰厚的收益。牛市中踏空的风险和痛苦是最难承受的。但是我们能否在市场处于牛市的后期，既能成功逃顶，又可防止踏空呢？

答案是肯定的。实践的成功证明以上的期望均是可行的，是能够实现的。那么如何做到呢？当然要巧妙地依靠和利用债券及其衍生品进行套利了。但是在具体介绍方法前，还是先把债券的种类和特点梳理一番，扎实基础才能变出花样吧。

二、债券分类与重点品种介绍

普通投资者提到债券，一般对银行销售的凭证式国债和之前的实物券比较熟悉。但在交易所上市交易的各种债券，其实收益更高，变现能力更强，机制也更灵活。本文所说的用于套利的债券，均指在银行间或交易所发行上市的各类债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）债券分类

表 3－1 债券分类

分类方法	按发行人分类	到期日	票面利率	嵌入期权	变现方式
具体分类	国债	短期债券（2 年以下）	固定利率	可赎回	实物券
	政府机构债	中短期债券（2～7 年）	零息，贴现发行	可赎回	记账式
	市政债券	中长期债（7～15 年）	浮动利率	可转换	凭证式
	公司债券	长债券（15 年以上）			
	企业债				

（二）记账式国债和凭证式国债

交易所上市债券的基础和起源是记账式国债。投资者很多对凭证式国债很熟，那么记账式国债和凭证式国债有哪些不同呢。

表 3－2 记账式国债与凭证式国债

国债种类	记账式国债	凭证式国债
发行方式	电脑记账，无纸化发行	纸质记账凭证；发行额度分配
流通转让	可自由买卖；流通转让，更加安全、方便、快捷	只能提前兑取，不可流通转让；纸质凭证易损失
还本付息	当日通过电脑系统自动完成处理。卖出时按照持有的天数计息，有机会可以获得复利	客户需到银行领取，过期无利息

1. 记账式国债

记账式国债不需印制券面及凭证，而是以记账形式记录债券，利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账户通过电脑系统完成国债发行、交易及兑付的全过程。投资者进行记账式证券买卖，必须在证券交易所设立账户，它可以记名、挂失。由于记账式国债的发行和交易均无纸化，所以效率高，成本低，交易安全。

2. 凭证式国债

凭证式国债是政府为筹集国家建设资金而面向社会公众发行的一种中央政府债券，其前身就是国库券。它以填写“国债收款凭证”的形式记录债券，凭证上记载购买人姓名、发行利率、购买金额等内容。凭证式国债通过各银行储蓄网点和财政部门国债服务部面向社会发行，从投资者购买之日起开始计息，可以记名、挂失，但不能上市流通。投资者购买凭证式国债后如需变现，可以到原购买网点提前兑取，经办机构按兑付本金的2‰收取手续费。

表 3-3　某期记账式国债基本信息

债券简称	04 国债(4)	债券代码	010404
债券全称	2004 年记账式(四期)国债		
债券品种	记账式国债	上市地点	上海证券交易所
利率类型	固定利率	计算方式	单利
票面利率(%)	4.89　票面利率	付息方式	按年付息
存续期	2004-05-25 至 2011-05-25	每年付息日	05-25
发行价格(元)	100.00　债券价格	债券面值(元)	100.00　票面价值
计划发行份额	33000000000	实际发行份额	36750000000
起息日	2004-05-25	上市日	2004-06-07
基准利差(%)		是否免税	免税
发行起始日	2004-05-25　偿还期限	发行终止日	2004-06-01
发行对象	面向社会各类投资者发行		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此可以看出，记账式国债的优势还是很明显的。

（三）交易所上市债券净价和全价的关系

净价和全价的概念：净价是指扣除按债券票面利率计算的应计利息后的债券价格，也就是不含息价格。全价等于净价加上应计利息，其中的应计利息是指从上次付息日到购买日所滋生的利息。

目前交易所采用的是净价交易方式，即以净价进行交易，以全价进行交割。净价交易将债券的报价与应计利息分解，价格只反映本金的市值变化，利息按票面利率以天计算，债券持有人享有持有期的利息收入。在净价交易条件下，由于债券交易价格不含有应计利息，其价格形成及变动能够更加准确地体现国债的内在价值、供求关系及市场利率的变动趋势。通过净价交易，有利于投资者对于市场利率走势和债券交易决策作出更为理性的判断。

应计利息额 = 票面利率 ÷ 365 天 × 已计息天数

（四）上市债券的收益及实现

购买上市债券实现投资收益是通过两点实现的：一是纯粹投资的角度去获取约定的利息。二是获取价格波动的投机收益，即资本利得。购买处于牛市中的债券，也会获得较好的差价。但不论是投资还是投机，都要对债券的内在价值进行分析。

内在价值 = 票面利息收益 ÷ 市场利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从投资的角度来说，如果债券的内在价值高于市场价格，可以获得较高的利息收益，就可进行投资和投机；如果债券的内在价值低于市场价格，是否投资就应慎重考虑，而这时投机的风险很大。从投机的角度来说，如果预期市场利率要下降，即债券的内在价值要上升，应该买进债券；相反，应该卖出债券。

（五）债券的风险在哪里

投资者从购买债券的那一刻起，就面临着两大基本风险：利率风险和信用风险。

先说利率风险。债券的价格也像股票一样，会发生波动。对于持有债券直至到期的投资者来说，到期前债券价格变化没什么影响，但是对于那些想在债券到期前出售和购买债券的投资者而言，债券价格的变化意义重大。债券价格的波动有多种因素，但是其中最重要的决定因素是利率的变化。一个最基本的规律就是：当利率上升的时候，债券的价格会下跌；当利率下降的时候，债券的价格会上涨。总之，利率和债券的价格成反向波动。

债券投资者面临的第二个基本风险是信用风险。债券信用水平的高低，极大地决定了债券的风险和收益水平。政府由于信用水平极高，因此债券不愁发不出去，票面利率肯定是比较低的。如果一个亏损企业发行债券，它必须承诺非常高的票面利率，没有高额的利息回报，谁会没事儿把钱借给你？天下没有免费的午餐，高风险高收益，这是金融市场上的真理。如何在高利息的债券中挑选出信用风险可控可管理的优良品种，并不容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（六）重点债券介绍——“双头鸟”之可转换公司债券

1. 什么是可转换公司债券

可转换公司债券（简称可转债）是一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股股票的特殊企业债券。其兼具了股票和债券的双重特性。

2. 可转债的基本特点

与股票和债券相比，可转债是兼具了股票和债券双重特性的创新金融产品。其具体特点如下：

（1）债权性：与其他债券一样，可转换债券也有规定的利率和期限。投资者可以选择持有债券到期，收取本金和利息。

（2）股权性：可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配。

（3）可转换性：可转换性是可转换债券的重要特性，是区别于普通债券的重要标志。可转换性是指可转债持有者可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是投资者享有的、一般债券所没有的选择权。可转换债券在发行时就明确约定债券持有者可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股股票。如果债券持有者不想转换，则可继续持有债券，直到偿还期满时收取本金和利息，或者在流通市场出售变现。

3. 为什么可转债的票面利率通常比同期其他类型债券低

投资者持有可转债不仅具有债权人的权利，同时还享有转股、回售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等一系列的其他权利。投资者为获取可转债的其他这些权利，就需要承担相对较低的票面利率。这对发行人与投资者而言都是公平的。对于转债投资价值的判断，不能光考虑票面利率水平，而要综合考虑其利率水平、转股价格、赎回条款、回售条款等诸多因素，也就是综合考虑所享有的各种权利的价值。

4. 什么是基础股票

基础股票亦称为正股，即发债公司所发行上市的股票。可转债与基础股票之间具有特定的价格对应关系。

5. 设置回售条款的目的

回售条款相当于投资者可以在某种情况下要求发行公司提前兑付债券本息。通常回售收益率要高于票面利率。设置回售条款的目的是为了保护债券投资者的利益。

6. 什么是赎回条款

赎回条款一般可以看成为保护可转债发行人的利益而设计的，当发行公司的股票价格上涨超出一定的程度，则公司就可以以一个比较低的价格将转债赎回。

7. 可转债的转换期

转换期是指可转债在可以转换为股票起始日至截止日的期间，持有人可以将自己持有的转债转换成股票。一般而言，可转债发行完毕之后，要间隔一段时间才能进行转股。

8. 转股价格向下修正条款

转股价格向下修正条款是保护转债持有人规避由于基础股票下跌所导致的转股价值损失最有利的条款。不同的修正条款对转债投资价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响不同，特别是当存在转股价格可以无限制向下修正的条款时，投资可转债几乎就不存在转股风险。

9. 转股价格、转换比率和转股价格溢价水平之间的关系

转换比率 = 转债面值（100 元）/转股价格

转股价格溢价水平 = （转股价格 - 股票价格）/股票价格（股票价格一般取发行前一段时期的均价）。

10. 可转债具有的价格走势特征及其形成

可转债的价格走势特征可以被概括为“熊市像债券，牛市像股票”。通常而言，可转债的价格走势表现为：在股票市场的牛市过程中，可转债价格随基础股票价格同步上扬。而在熊市中，可转债价格在债券价值附近有较强的刚性，其走势接近于普通债券。

正是由于可转债具有上述的牛市中显现股票特性，熊市中表现为债券的双重属性，因而对投资者来说，可转债就好比“能够保证本金的股票”。上述特点正是由于可转债所内含的组合保险机制（OBPI）所决定的。

11. 在熊市中，可转债与对应的基础股票相比哪个风险更小

由于可转债具有债券性质，因此在熊市中可转债价格通常不可能跌破作为一只普通债券的价值，上市公司也必须在可转债到期日对未转股的可转债持有人进行还本付息。这也就是可转债所具有的下方风险有限（或称之为下方风险保护）的特征。但对应的基础股票却没有这样的优势。因此说，在熊市中可转债的风险要明显小于对应的基础股票。投资者往往认为持有可转债更安全，即使相对于基础股票的价格高一些也不担心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. 选择可转换债券，就意味着选择了多种获益和规避风险的途径

对于投资者而言，当股市向好，可转换债券随市场上升超出其原有成本价时，持有者可以卖出转债，直接获取收益；当股市由弱转强，或发行可转换债券的公司业绩转好，其股票价格预计有较大提高时，投资者可选择将债券按照发行公司规定的转换价格转换为股票，以享受公司较好的业绩分红或公司股票攀升的利益；当股市低迷，可转换债券和其发行公司的股票价格双双下跌，卖出可转换债券及将转债转换为股票都不合适时，持券者可选择保留转债，作为债券获取到期的固定利息。

（七）创新中的创新——可分离交易可转债

可分离可转债是在可转债的基础上的进一步创新，我国是在 2006 年年底后随着权证交易推出后出现的。与传统的可转债相比，其玩法更加复杂，但由于为广大上市公司所青睐，因此未来发展的空间很大。其主要特征如下。

1. 概念

可分离交易可转债属于附认股权证公司债（Bond with Warrants，or Warrant Bond）的范围。附认股权证公司债指公司债券附有认股权证，持有人依法享有在一定期间内按约定价格（执行价格）认购公司股票的权利，也就是债券加上认股权证的产品组合。附认股权证公司债与我们所熟悉的普通可转债都属于混合型证券（hybrid securities），它们介于股票与债券之间，是股票与债券以一定的方式结合的融资工具，兼具债券和股票融资特性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 海外市场分类

海外市场的附认股权证公司债券可以进行如下的分类：

（1）分离型与非分离型。分离型指认股权凭证可与公司债券分开，单独在流通市场上自由买卖；非分离型指认股权凭证无法与公司债券分开，两者存续期限一致，同时流通转让，自发行至交易均合二为一，不得分开转让。非分离型附认股权证公司债券近似于可转债。

（2）现金汇入型与抵缴型。现金汇入型指当持有人行使认股权利时，必须再拿出现金来认购股票；抵缴型是指公司债票面金额本身可按一定比例直接转股，如现行可转换公司债的方式。我们可以把分离型、非分离型与现金汇入型、抵缴型进行组合，得到不同的产品类型。

3. 可分离可转债与普通可转债的区别

（1）发行资金成本不同。两者的认股权均具有促销公司债、降低发行公司利息负担的作用。因为，普通可转债本身只是一个产品，而可分离交易可转债则更近似两个产品，所以，普通的可转债的发行成本通常较可分离交易可转债要低。我国的可分离交易可转债中，权证与公司债部分的期限不匹配，因而与普通可转债的发行相比，投资者会要求可分离交易可转债的公司债部分有更高的票面利率。此外，普通可转债所含的转换权利的价值，通常较单独交易的认股权证更容易直接反应在市价上，所以普通可转债容易享有较高溢价，筹资成本相对较低。

（2）投资者的资金量占用不同。对投资者而言，行使可分离交易可转债所附带的认股权时，必须再缴股款；而普通的可转债在转换成股票时，则不需要再缴纳股款，投资资金较容易控制。因此，投资可分离交易可转债并且行权，会占用投资者更多的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）赎回条款存在与否的不同。可分离交易可转债的权证与公司债部分在上市之后分离的特征，使得发行可分离交易可转债的公司无法用任何发行条款去强制或约束投资人去行权，而只能用一些策略诱使投资人提前行权。至于普通的可转债就可采用赎回条款强制投资人行使转换权利。

（4）对发行人财务结构的影响不同。普通的可转债在转换股票时，公司的负债自然减少。但可分离交易可转债即使认股权被行使，该发行公司对债券的债务也将持续至债券期满为止。因此，一般负债比较高的公司会选择发行普通的可转债；而一些现金流状况良好、高成长的公司则偏好通过发行可分离交易可转债获取长期的低利率资金，而不希望在公司成长初期发行人的股本就被大量稀释。

（5）行使比例不同。普通可转债在转股时，可转债的面值和转股价决定可以转股的数量，而可分离交易可转债则依条款规定的行使比例认购新股，认股数量与债券面值无关，只与契约条款的规定有关。

（6）交易形态不同。可分离交易可转债对于发行人而言是发行两种有价证券；而发行普通可转债就是一种有价证券。

（7）认股权的存续期限不同。我国发行的可分离交易可转债中，认股权证的存续期较公司债的存续期要短，因此，认股权证处于价内的机会较普通可转债的权证部分要低，时间价值占认股权证价值的比重会更大。为了避免平白丧失时间价值，发行初期投资者可能不愿执行认购权利，在缺乏赎回条款约束的情况下，认股权执行的弹性可能加大，而可分离交易可转债的公司债部分则隐含了较大的市场风险。

（8）我国首只可分离转债简介：2006 年年底，马鞍山钢铁股份有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限公司（股票代码600808）发布公告，于当年11月13日发行55亿元的可分离债。马钢股份是我国首家发行分离交易可转债的公司，可分离债这一债市新品种就此问世。根据发行公告，该期分离交易可转债经中诚信国际评级有限公司评级为AAA级，主承销商为中信证券。发行公告还显示，发行的分离交易可转债期限为5年，票面利率询价区间为1.40%~2%，最终票面利率由发行人和保荐人根据网下申购的簿记结果在上述询价区间内确定（最终为1.4%）。公告显示，每张债券的认购人可以获得不超过23份认股权证。认股权证存续期为自认股权证上市之日起24个月，认股权证持有人有权在权证上市满12个月之日的前10个交易日以及满24个月之日的前10个交易日内行权，行权价格为3.40元，行权比例为1∶1。

三、债券套利——如何挖掘这座金矿

债券套利的玩法非常多，下文介绍的4种投资策略仅仅是比较传统和常见的套利做法，其中不乏作者的亲身经历和经验之谈，希望能对投资者有所帮助。

（一）债券套利策略之一：债券和股票之间的跷跷板关系本身就是套利投资的“天作之合”

债券和股票（权益）这两大最主要的投资工具结合在一起，本身就是一对天作之合的“套利搭档”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这首先是得益于二者的风险收益的不同表现形式和市场价格表现间的跷跷板式的“负相关”的关系。债券由于持有到期风险和收益是基本确定的，而股票在未来的风险和收益是不确定的，后者需要更多风险补偿。投资情绪永远徘徊在极度乐观和极度悲观之中。通常投资者情绪极度乐观，或市场整体利率水平相对偏低时，债券投资不受人待见，这时股票市场却牛气冲天、收益惊人；但当市场整体利率水平较高，或经济处于低迷期的时候，投资者情绪上极度悲观，十分厌恶风险时，债券市场会呈现牛市特征，而股票市场却熊气弥漫。投资大众的情绪化使得这种跷跷板关系被显著放大，而且越是新兴市场国家越明显。

债券和股票的价格走势负相关的跷跷板规律，早被海外专业投资者总结成理财规律运用于实践，甚至总结成了“50 投资”的黄金法则，作为机构在规划和调整旗下证券类资产结构时最重要的一种投资战略。“50 投资”策略具体方法如下：

案例一

某机构投资者利用“50 法则”投资股票和债券

某机构投资者初始投资时准备投入 1000 万美元，其制定的投资策略如下并实施。

（1）先将各 50% 的资金投入到股票市场和债券市场（均为指数化投资），也就是说股票和债券的初始比例 1:1，各 500 万美元。

（2）如果投资者先遇到股票牛市、债市低迷或平稳，则一段时间后，股票市值与债券投资的市值之比由初始的 1:1 达到或超过 2:1 时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少部分股票头寸，卖出股票获得的资金全部追加投资债券，使之重新回到1:1（可逐步实施）。也就是说该机构调整前，股票市值由500万美元涨至1000万美元，债券市值仍为500万美元，机构按50法则调整后，则此时该机构的资产市值由1000万变为了1500万，新的投资结构为股票和债券各为750万，继续保持1:1。

(3) 如果之后股票市场开始萧条，股票指数由高点又回到了该机构投资者投资起点时的点位，其股票市值由750万美元回到375万美元；而债券市场出现了上涨，如从750万美元上涨到900万美元，则其新的总市值为1275万美元。由于此时债券头寸与股票头寸比达到了2.4:1（900/375），已远超过2:1了，该机构按照50法则，减少债券投资，增加股票投资，使股票和债券的市值各为637.5万美元，继续保持1:1。

(4) 如果之后股票市场平稳，股票市值未变，而债券市值受到诸如利率调整的影响出现下跌，债券价格又回到了机构投资者购买时的价位。则此时该机构投资者的股票市值仍为637.5万美元，而债券市值约为531万美元（637.5×750/900）。则该投资者此时的总市值为1168.8万美元。

我们应该注意到，事实上投资一圈下来，市场上的股票和债券的价格仍回到了原点。如果不使用50法则在投资过程中进行动态调整，该投资者经历了股市涨跌后没有任何收益。但通过运用“50法则”的投资策略，该机构投资者的市值却由初始的1000万美元上涨到了1168.8万美元，收益率达16.88%，相当可观。这表明套利十分成功。

股票和债券的跷跷板关系，在我国证券市场更为明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例二

对比2003～2009年上市国债和股票的走势

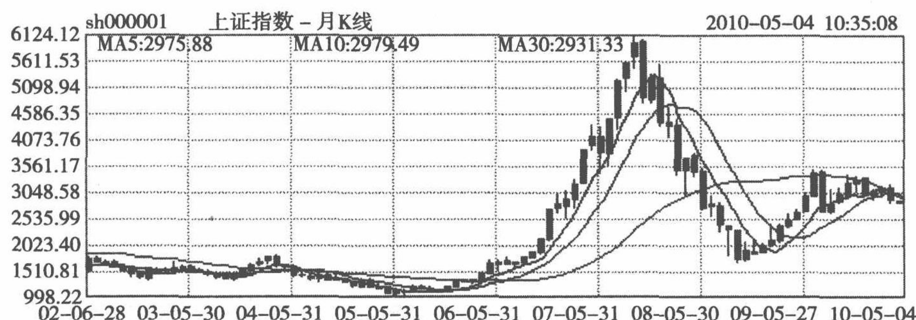


图3－1 2002年6月28日～2010年4月30日，上证综合指数走势月K线

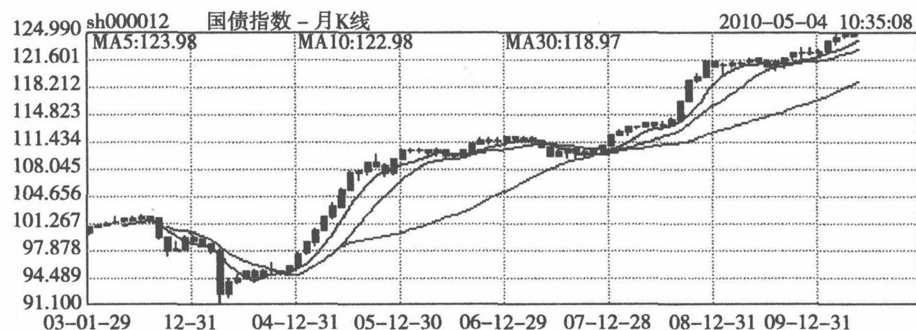


图3－2 2003年1月29日～2009年12月31日，上证国债指数月K线
（如果加入企业债，涨幅更大）

对比以上两幅图可以清晰看出，债券市场有两次非常清晰的牛市，分别是2005年（交易所上市债券指数涨幅为14%），以及2008年（债券指数上涨9%）。而同期股票市场却是罕见的大熊市。而股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市在2006~2007年的世纪牛市的时候，债券市场却波澜不惊地横盘两年，甚至价格略有下跌。这说明如果投资者在我国的证券市场投资时，是完全可以利用两者的跷跷板关系进行套利操作，使用“50法则”的投资策略在我国的证券市场投资不仅适用，而且可能会发挥更大的功效。

通过本书，作者希望向投资者介绍这样一个理念：普通投资者进行证券投资，应讲究“专业分工、专家理财”，把钱交给受国家法律约束的专业化投资机构，通过购买相应理财产品的方式进行间接投资，比“自己直接下场去赌”要好得多。不仅在股票投资中是这样，债券投资同样符合这个道理，甚至更明显。这是因为，专业化的债券投资机构，如债券投资基金，在投资债券过程中有如下普通个人投资者不具备的优点：

（1）更专业，能够对影响债券价格涨跌的主要因素——利率走势有较好的判断。

（2）投资债券的种类丰富：可以投资所有各种类型债券，包括普通投资者不能参与的在银行间市场发行交易的债券。

（3）可以参与新股申购，而且单一账户数量限制小，投资策略更专业，没有中不上签的问题。

（4）成本低，投资企业债和公司债券有税收优势。

（5）因为资金规模大，有从一级市场获得优先购买权，特别是紧俏的高息企业债。

（6）可以通过债券回购的方式，对收益进行杠杆放大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（7）投资可转换债券或类似的带一定股权投资色彩的创新类债券有很强的研究和策略优势。

因此，通过债券基金投资债券（与自己直接投资债券相比），是能够增厚收益，而且更轻松。如上面提到2008年股市在熊市的时候，应当用“50法则”增加债券投资，但投资者看好的债券往往买不到（上市的部分高息企业债成交不流畅），购买凭证式国债或流动性好的上市国债的年收益率只有不到4%，很难分享到债市牛市的盛宴。但如果购买下表所列示的债券基金，不仅收益达到甚至超过了债券指数，而且没有买不到的问题，还可随时变现。

表3－4　2008年市场收益较好的10只债券型基金一览表

序号	代码	简　称	区间收益率（%）	期末净值（元）	期初净值（元）	期末累计净值	期初累计净值
1	288102	中信稳定双利债券	11.86	1.0860	1.0799	1.3750	1.2469
2	050106	博时稳定价值债券A类	11.05	1.1160	1.0680	1.2240	1.1060
3	001001	华夏债券A/B类	10.98	1.1530	1.1110	1.5030	1.3810
4	020002	国泰金龙债券A类	10.69	1.0750	1.0850	1.3640	1.2480
5	050006	博时稳定价值债券B类	10.68	1.1110	1.0670	1.2190	1.1050
6	001003	华夏债券C类	10.60	1.1410	1.1040	1.4910	1.3740
7	090002	大成债券A/B类	10.47	1.0612	1.0788	1.4212	1.3083
8	092002	大成债券C类	9.93	1.0437	1.0681	1.4037	1.2976
9	485105	工银瑞信增强收益A类	9.50	1.1360	1.1105	1.2360	1.1305
10	519519	华泰柏瑞增利A	9.24	1.0955	1.0175	1.1285	1.0345

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）债券套利策略之二：逃顶诀窍之一：如何巧妙利用“新股申购”的套利方法，在避免踏空的前提下逃顶

2007 年的 6000 点是很多投资者心中永远的痛。“太贪了”是很多投资者对没有在 6000 点逃顶，或逃顶后又太早“抄底”而发出的自责与叹息。但是贪婪并不是错误，在牛市中只有敢于“贪婪”才能够赚取丰厚的收益。牛市中踏空的风险和痛苦是最难承受的。但是我们能否在市场处于牛市的后期，既能成功逃顶，又防止踏空呢。

其实即使是非专业的普通投资者，对顶部的判断也是有相当的敏感的。如 2007 年股市冲到 6124 点的最高点线，当年的 5 月 30 日，管理层通过上调印花税的方式已经向投资者提示风险了。而“5·30”的点位还只有 4000 多点。到了 5500 点，大约是 2007 年 9 月底之后，管理层加大了风险提示的密度，同时也加快了股市的供应，新股发行速度很快，投资者已经普遍感到风雨欲来。太想搏最后一把，感觉股市能最高冲到 7000 点，害怕踏空的贪婪念头使大量投资者最终在 2008 年的大熊市中惨遭被套，甚至牛市的成果化为乌有。那么如何在防范踏空的前提下从股市的高位“胜利大逃亡”呢？

巧妙利用债券和股票的跷跷板关系，巧妙利用“打新股”的投资策略，巧妙利用债券基金来增厚打新股的收益，你会发现，收益非但没有减少，而且安全得到了充分的保障。首先先介绍股市高位时通过“打新股”规避风险的套利策略。

因为一级市场网上申购新股（俗称“打新股”）在市场相对较好时属于无风险投资，因此按风险特征将其划入债券类投资的范畴。通过打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新股来逃顶，是有经验的专业投资者在股市处于高位时或市场处于涨跌不明的混沌时主要的投资策略。详细说明如下：

1. 打新逃顶的内在逻辑

当股市在高位时，新股收益率会很高。一是新股发行频率快，二是新股跌破发行价的可能几乎没有，而且收益率奇高。2007 年 11 月的沪深两市月 K 线跌幅高达 19% 左右。与此同时，中石油创造了单只新股收益率 3.7% 的神话；而后一级市场迎来新股发行的高峰。从 11 月 30 日 ~ 12 月 10 日发行的新股多达 8 只。

2. 对股市在高位的判定

虽然顶部是多少点专家都不可能知道，但如果有三件事同时发生，市场就很危险了。以 2007 年为例，一是管理层连续地提示市场风险，并提高交易成本，如提高印花税。二是市场的平均市盈率超过了 40 倍，蓝筹股的平均市盈率都超过了 35 倍。三是全社会的资金涌向了股市，债券的收益率开始直线上升，内在回报率超过了股市。

3. 实战案例分析

作者在 2007 年 9 月后，开始建议投资者使用减少甚至清空权益性投资，执行满仓打新股的策略，取得了很好的效果。在图 3－3 和表 3－5 中我们可以清晰地看出。如果在 2007 年 9 月后坚守二级市场到年底，以 5500 点计算，平均最高收益率为 10%，但期间最大损失平均达到 20%；到年底，10 ~ 12 月复合收益率仍是亏损近 5%。但从 9 月下旬（指数已经达到 5500 点）全面转为申购新股，则仅中国神华、中国石油、金风科技三只新股的收益率合计为 7.1%。加上其他收益率相对较低但可以连续申购的新股所产生的收益率合计按 2.2% 计，则同期的新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股收益率累计达到9.3%，相当于投资者把兑现收益的点位从中止股票二级市场投资时9月下旬的5500点提高到了6000点（5500×1.09=6012），但风险却是0。而且全部是现金状态，实现了成功逃顶。

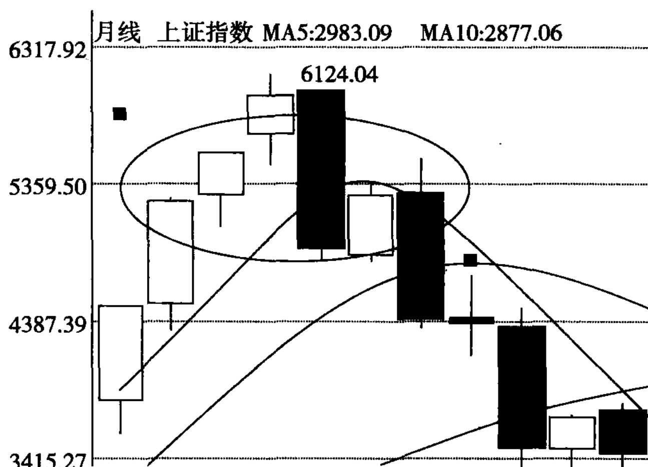


图3-3　2007年7月~2008年5月上证综合指数月K线（圈中的是逃顶的机会）

表3-5　2007年9月后可连续申购的几只高收益率新股一览表（请与图3-3对比）

公司名称	北京银行	中国建行	中国神华	中国石油	金风科技
发行时间	2007.9.11	2007.9.17	2007.9.25	2007.10.26	2007.12.14
中签率%	0.78	2.4677	2.39	1.9429	0.49
发行价格（元）	12.5	6.45	36.99	16.7	36
上市首日开盘价（元）	23	8.55	68	48.6	138
打新收益率（%）	0.6552	0.8	2	3.71	1.39

注1：申购新股中签上市，按首日集合竞价后的开盘价全部抛出计算收益。

注2：打新收益率计算公式（%）=（开盘价-发行价）/发行价×中签率。

总结：当市场在高风险区时，退出二级市场参与打新股的套利策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略，是把投资风险让给了留守二级市场的投资者，但收益却非常丰厚优异。相信未来历史还会重演，投资者仍可反复使用这一策略。其实 2009 年 7 月后小牛市结束时，这一幕就再次重演，仅仅首次申购创业板新股收益率就高得惊人。

（三）债券套利策略之三：逃顶诀窍之二：巧妙利用“债券基金套中签新股”的投资策略方法，增厚“打新”收益率

债券基金的套利妙用——“一次申购两次获利”和“防范踏空下的逃顶”。

前文中说过，投资者购买债券，最好也不要亲力亲为地直接买债，而是应该利用各类债券型基金来投资。其实，债券基金的作用远比投资者想象得大，它可是套利的绝佳法宝：

如果在上文“逃顶诀窍之一”中，投资者感觉打新收益率还不够高的，巧妙利用申赎债券基金去套取其中签的高收益新股，可以实现“一次申购两次获利”，并加大“防范踏空下的逃顶”的回报率。在前章介绍基金套利时，作者重点介绍过套取基金重仓股票的做法，那是在股改时期。但通过债券基金套取新股，从而增加收益，是更为普遍和常态的一种策略和玩法。

真实案例

利用中信双利债券基金套取中国神华新股收益

1. 时间：2007 年 10 月 8 日 ~ 10 月 15 日，共 7 天，5 个交易日，1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个交易周。

2. 套利交易：期间无高收益率新股申购，恰逢中国神华（601088）上市，用申购神华未中签部分的退还资金套利。

3. 品种选取：中信基金管理公司的中信双利债券基金，原因是重仓申购了中国神华（这可以从中国神华的上市公告书中获得），且中信双利没有暂停申购。

4. 套利成本：按规定，中信双利债券基金不收取申购费，持有不足1个月，收取0.1%的赎回费。

5. 套利结果：用图3-4、表3-6来说明。

表3-6 利用中信双利债券基金套取中国神华新股收益分析

日期	中国神华 IPO	收盘价计中国神华股价表现	中信双利当日净值	套利动作	套利投资成本	增厚收益%
2007-10-08	上市前一日	36.99(发行价)	1.0812	未中签退回资金申购	0	0
2007-10-09	上市日大涨	69.3	1.1032	卖出中签股票，持有套利基金	0	2.035
2007-10-10	继续大涨，涨停	76.23	1.1105	持有基金	0	0.66
2007-10-11	继续大涨，涨停	8385	1.1203	持有基金	0	0.882
2007-10-12	大涨9.86%	92.12	1.1267	持有基金	0	0.57
2007-10-15	小幅下跌	90.87	1.1265	股价不涨，即赎回基金	0.1%赎回费	-0.0002
收益总计	申购股票	2%	套利基金	4.09%	合计	6.09%

注：新股申购收益率按首日卖出计算，之所以首日卖出是新股申购的纪律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

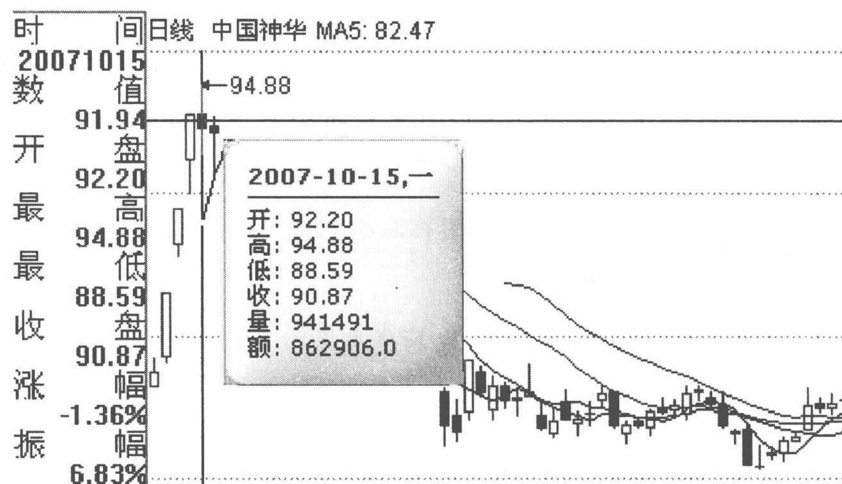


图 3－4 中国神华上市后到 2007 年 10 月 15 日的走势日 K 线

套利结果分析：

2007 年，在套利债券基金的实际操作中，将债基持有到了认为神华股价涨不动的 10 月 15 日，套利的总收益为 4.09%（即 1.1265/1.0812－1－0.1 的赎回费），对单纯申购新股 2% 的收益率计，增厚幅度达到 200%。如果按神华上市的第二日（10 月 10 日）就赎回基金（这是按规定基金份额到账后允许赎回的最早交易日）的稳妥做法，收益为 2.6%（1.1105/1.0812－1－0.1），增厚幅度也超过 130%。

结合逃顶策略一，2007 年 10～12 月，仅通过套利基金就增厚收益 8% 以上，加上期间 9.3% 的新股收益率，则如果在 2007 年 9 月下旬 5500 点抛出股票后使用两种套利策略，累计获得收益率超过 17%，相当于把股票清空在 6435 点。其安全性之好，收益之高，套利之成功不言自明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，在当时可套利的债券基金很多，作者仅将其中的最常用的前10名列出，以馈各位读者。

表3－7 2007年四季度，最值得套利的10只债券型基金

序号	代码	简 称	区间收益率（%）	期末净值（元）	期初净值（元）	期末累计净值	期初累计净值
1	240003	华宝兴业宝康债券	10.17	1.2856	1.2577	1.5556	1.4277
2	100018	富国天利增长债券	8.03	1.2545	1.2631	1.7445	1.6431
3	519666	银河银信添利B	7.28	1.1204	1.0537	1.1404	1.0631
4	151002	银河银联收益	6.95	1.6920	1.5821	1.9920	1.8821
5	485105	工银瑞信增强收益A类	6.83	1.1105	1.0582	1.1305	1.0582
6	485005	工银瑞信增强收益B类	6.69	1.1075	1.0568	1.1275	1.0568
7	288102	中信稳定双利债券	6.58	1.0799	1.0526	1.2469	1.1776
8	510080	长盛全债指数增强	6.54	1.3001	1.3705	1.8901	1.8005
9	320004	诺安优化债券	6.02	1.0565	1.0107	1.0861	1.0253
10	001001	华夏债券A/B类	5.60	1.1110	1.0900	1.3810	1.3200

（四）债券套利策略之四：低风险抄底的黄金投资工具——可转债套利策略

在本章的开篇作者曾预设了这样一个问题：你能否在防范被套的情况下抄底？确实，在熊市后期，市场仍旧晦暗不明，但很多股票已经有了很高的投资价值。作者经过研究和实战经验认为，在这一时期投资传统型的可转换公司债，是能够实现防范被套的前提下抄底的“两全其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美”的投资策略。

1. 可转债作为抄底工具的内在原因

具有“牛市类股、熊市像债”特征的可转债，是一种被赋予了股票转换权的公司债券，由于它同时兼备了股票和债券特性，在股票市场出现上扬或进入牛市的时候，可转债的股性的一面决定其市场价格表现，因此上涨的幅度往往与标的股票媲美。但当市场处于下跌或熊市的过程中，那些价格贴近债券面值的可转债则表现出了强烈的债性特征，从而使持有的投资者回避了股市震荡风险的机会，这是可转债的独特优势。

2. 套利核心策略

在市场处于熊市的后段，许多可转债价格已从高位跌落，回到面值附近，有很高的债性，提供了较高的安全垫。此时投资，如果股票市场继续下跌，则转债因为有到期还本付息的债性保障，价格一般表现得非常抗跌；而如果股市由熊转牛，则其能够转股的特性使其价格变动上会跟进对应的基础股票价格上涨的步伐，从而股价上涨力度也十分可观。

3. 套利时机的把握

在熊市套利时，购买转债价格越接近 100 元的债券面值安全度越高，未来上涨潜力越大。一般建议在债券价格跌破 110 元开始执行套利策略，分批购买。

4. 置换策略

在股票由牛市转向熊市时，为防止踏空，可选择将股票置换成对应的可转债；反之当股市已明显转到牛市，可做反向交易，将转债卖出，置换为对应的标的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功案例

锡业股份（000960）和锡业转债（125960）在2008年8月~2009年7月底间的套利交易

锡业转债（125960）是锡业股份公司（000960）发行的可转债，基本情况如下：

发行额：6.5（亿元） 发行价：100（元）

期限：5（年） 付息频率：年复1次

转换期间：2007.11.14~2012.5.13 到期日：2012-05-13

初始转股价：29.3（元） 最新转股价：21.43（元）

转股比例：4.60（%） 转股价值：21.43（元）

票面利率：第一年2.61%，第二年2.91%，第三年3.21%，第四年3.51%，第五年3.81%

2008年8月中旬后，锡业转债的市场价格下跌至110元以下，开始进入转债的“债性”价格区域，此时市场仍处熊市，套利开始。可供套利买入建仓的持续时间达4个月，即从2008年8月15日债券价格跌破110元到2008年12月12日债券价格上涨冲破110元为止。

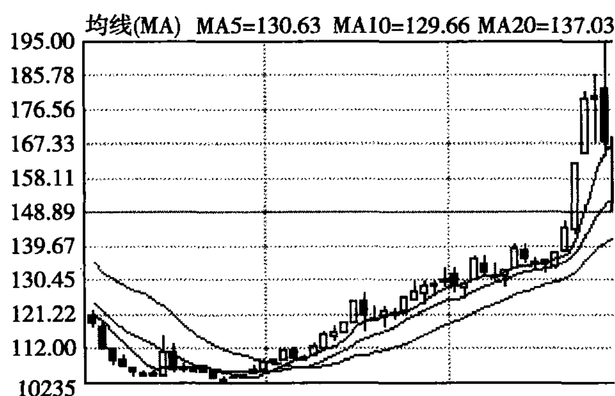
表3-8 锡业股份和锡业转债套利效果

下跌和上涨中的走势比较	2008年8月15日~12月15日（熊市的最后阶段）	2008年12月15日~2010年8月7日（小牛市）
上证综合指数走势	2450点跌到1954点，最低1664点，最大跌幅20%	从1954点涨到3412点，涨幅为74.6%

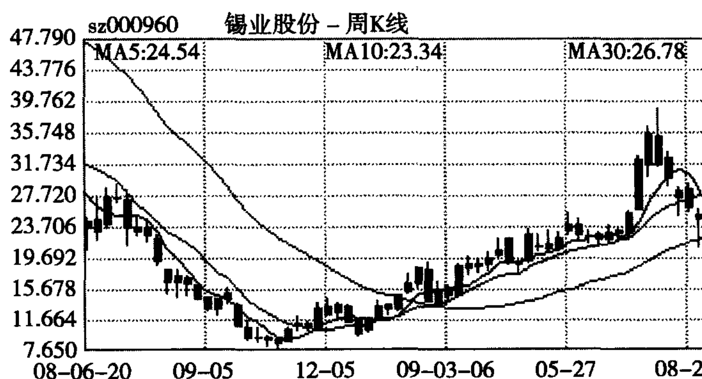
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

锡业股份（000960）走势	从 16.44 元跌到 12.12 元，最低曾到 7.65 元，最大跌幅 53%	从 12.12 元涨到 35.18 元，涨幅为 190%
锡业转债（125960）走势	从 108.4 涨到 108.67 元，最低曾下探 102.78 元，最大跌幅 5.2%	从 108.67 元涨至 179.3 元，涨幅为 65%，最高涨到 195 元，最大涨幅 79%



锡业转债（125960）



锡业股份（000960）

图 3－5 时间周期均为 2008 年 6 月～2009 年 8 月 21 日的交易价格走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 3－9 中可以清晰地看到，通过在 2008 年 8 月中旬后购买锡业转债的套利策略，不仅回避了在熊市后期抄底（股票）过早可能导致的较大损失，而且在市场回暖的时候享受到了比较好的收益。套利策略非常成功。

从图 3－6 看出标的股票和对应转债之间的内在价格联动特征和差异，从而对通过转债抄底的套利策略有更深的印象。



图 3－6 北大荒（600598）和北大荒转债（110598）的历史走势叠加

债券投资及套利交易由于流动性好，规模大，往往是大型专业投资机构的首选和最爱。希望投资者在读完本章能改变对债券“四平八稳”的印象，做好债券投资其实也很精彩呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章　权证
——杠杆的妙用，套利的“利器”

权证在我国证券市场是伴随着 2006 年股权分置改革应运而生的，是非常重要的金融创新投资品种。掌握好权证的投资要领，手中就有了一柄事先锁定高收益套利的“利器”。投资权证要注意三个方面的问题：第一要对权证的基本特征搞清楚。第二要对权证所对应的股票的业绩和股价变动趋势有一定的把握。第三要利用好权证与股票之间的套利机会。权证有着“少花钱多办事”的优点，也是实现以小博大的绝佳工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权证在我国证券市场是伴随着2006年后的股权分置改革应运而生的，是非常重要的金融创新和投资品种。权证一经出现，由于其自身的杠杆特性和灵活的交易机制，很快就成为了市场的新宠。短短2年的时间，权证就成为了投机者和投资者共有的“乐土”。伴随着权证的出现，我国证券市场交易格局发生了很大改变，也为之后推出的可分离可转债和股指期货做了很好的物质准备和铺垫。权证在我国证券市场中总体表现得非常投机，2008年曾有内在价值为0的南航认沽权证年度交易金额达到2.9万亿人民币，超过了当年深圳A股成交量的30%。但是，正是由于权证良好的流动性、大量的投机者以及其自身相对复杂的特性，使其成为了套利交易者的乐土。掌握好权证的投资要领，手中就有了一柄事先锁定高收益套利的“利器”。那么如何打造呢？在本章作者将与你共同探讨并分享曾经的套利经验和乐趣。

一、权证的定义和理解

（一）权证（warrant）的定义

权证是发行人与持有人之间的一种契约，持有人在约定的时间有权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（而非义务）以约定的价格购买或卖出标的证券。作为标的的证券，可以是个股，也可以是一篮子股票、指数、商品或其他衍生产品。与股票不同，在行权之前，持有者没有票权，也不享受分红受益，但行权价格可以根据公司事先约定，在公司股票除权、除息时调整（与转债有类似之处）。权证具有杠杆性、实效性、高风险、高收益的四大特性。

（二）权证的理解：标准化的“楼花”

权证其实非常容易理解。权证投资者（持有人）的权利和义务很像炒楼者的最爱——“楼花”。“楼花”就是房子还在盖的过程中，炒楼者从开发商那里无偿或有偿（交付定金）获得的对某套房子的锁定价格的购买权，楼花是可以有偿转让的。以楼花来理解权证，比如张三看中了开发商的一套目前价值 100 万元、2 年后交付的期房，并交付了 1 万元的（不可退还）订金。张三获得了楼花后，也就锁定了那套期房 2 年后的购买价格（不会高，也不能低）。我们知道，楼花的持有人是有权利而没有必须履行协议的义务。张三花了 1 万元钱获得楼花后，2 年之后开发商交房时，可以以目前的价格 100 万元买这套房子。

随着时间的推移，2 年之后出现了三种情况，则楼花持有人张三可以分别对待：

第一种情况是这两年房价大涨，开发商的这套房子由 100 万元涨到了 200 万元，那么楼花值多少钱？这张楼花值 100 万元。因为无论谁持有这张楼花，都可以 100 万元的价格去买这套已经价值 200 万元的房子。那么如果张三不选择自己买房子，他可以 100 万元的价格将这张花了 1 万元购买的楼花转让，则收益为 99 万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二种情况理解起来稍微有一点难度，但这也正是楼花（欧式权证）的最重要特征：有权利而无义务。张三看中的房子跌价了，由100万元跌到50万元，这张楼花值多少钱？实际上这个问题是很多投资者搞不懂的，容易理解错误的。有人错误地认为这张楼花应该是负50万元了，加上权利金，张三一共要亏损51万元。他认为，如果按楼花行权购买的话，目前价值50万元的房子却要花费100万元，那楼花当然应该是负50万元（50－100）。事实上，楼花的拥有者是只有权利没有义务的。遇到这种情况，没有哪个傻瓜会选择去行权（按市价购买房子）的，楼花持有人张三完全可以把楼花扔进垃圾堆。撕掉楼花之后张三亏损多少钱？也只有那买楼花的1万元钱。张三如果还看好那套房子，他可以再找开发商，以50万元（相当于花了51万元）买这套房子。

第三种情况是这个房子在2年之后还是100万元，张三则可以根据自己的情况选择是否行权（实际购买）。

权证和楼花是一样的，就这三种情况。你把楼花搞清楚了，就把权证大致的内在价值搞清楚了。

二、权证的种类

权证根据不同的划分标准有5种分类：

1. 认购权证和认沽权证

这是按买卖方向划分的。认购权证持有人有权按约定价格在特定期限内或到期日向发行人买入标的证券；认沽权证持有人则有权卖出标的证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 欧式权证、美式权证、百慕大式权证

这是按权利行使期限来划分的。美式权证的持有人在权证到期日前的任何交易时间均可行使其权利；欧式权证持有人只可以在权证到期日当日行使其权利；百慕大式权证综合了美式权证和欧式权证的特点，行权日期是在权证到期日之前的最后几个交易日。

3. 股本权证和备兑权证

这是按发行人不同划分的。股本权证一般由上市公司发行，备兑权证一般由证券公司等金融机构发行。

4. 价内权证、价平权证和价外权证

这是按权证行使价格是否高于标的证券价格来划分的。

表 4－1　价内权证、价平权证和价外权证

价格关系	认购权证	认沽权证
行使价格＞标的证券收盘价格	价外	价内
行使价格＝标的证券收盘价格	价平	价平
行使价格＜标的证券收盘价格	价内	价外

会计算权证是价内还是价外，非常重要，这是最基础的工作。因为这直接关系到权证持有到期是否要行权，也是衡量基础价值的关键。我们举例说明：

在上海证券交易所挂牌上市的著名绩优公司上海汽车（股票代码600104）曾经发行过认购权证（代码 580016）。权证概况如下：权证的简称上汽 CWB1。B 是买入权证的意思，代表这只权证是认购权证。谁持有这个权证，行权起止日是 2009 年 12 月 31 日～2010 年 1 月 7 日，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权证持有人到期可以26.91元的价格买入一份上海汽车的股票。假如2009年12月30日（最后交易日）权证的价格是2.66元，那么它到底是价内证还是价外证呢？这需要我们来看一下它所对应的基础股票上海汽车当时值多少钱。

如果当时上海汽车的股票交易价格是28元，那么由于26.91元<28元，因此是价内证。

如果此时权证已经停止交易，并进入行权期（假设为2010年1月5日），你如果将购买成本为2.66元一份的认购权证选择行权，是否能赢利呢？这需要将权证的交易价与行权价相加再与对应基础股票的市场价比较方可得出结论。上汽权证行权价26.91元加上权证买入价格2.66元为29.57元。由于29.57元>28元的市场价，因此选择行权将亏损1.57元（28－29.57）。但是由于如果不行权将损失2.66元（权证作废）。损失程度大于行权，既然“少亏就是赚”，还是需要选择行权。

如果所有条件均同上例，但权证还没有到期，处于可以交易期，如为2009年12月25日，权证的交易价格为2.66元，则投资者的最佳选择是以2.66元的市场价格卖出权证，可以避免1.57元的潜在亏损，但有可能损失至行权期结束上海汽车股价上涨的潜在收益。

如果其他条件均与前一个案例相同，当时上海汽车股票的交易价格是25.18元，权证的价格是2.66元。则26.91元>25.18元，是价外证。如果购买并行权，将每股亏损4.39元（26.91＋2.66－25.18）。那这时因到期而无法卖出的权证持有人宁可承担每份权证2.66元的损失，也不能行权。

如果在行权期，如2010年1月5日，上海汽车的股价上涨至30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，那么权证持有人将选择行权，且由于行权后的实际购买股票成本29.57元（26.91+2.66）小于30元，将获得每股0.43元（29.57－30）的赢利。

通过上述案例我们可以得出如下结论：行不行权，关键要看权证是价内证还是价外证。但赢不赢利，则还要将股票行权时的市价与综合行权成本（行权价＋取得权证成本）进行比较才能得出。

5. 证券给付结算型权证和现金结算型权证

这是按结算方式划分的，权证如果采用证券给付方式进行结算，其标的证券的所有权发生转移；如采用现金结算方式，则仅按照结算差价进行现金兑付，标的证券所有权不发生转移。

三、股本权证和备兑权证的区别

经常有投资者会问，股本权证和备兑权证有啥区别？其实两者在发行目的、发行人、标的证券等方面是不同的：股本权证相当于是增发新股，当然能否发行成功还要看权证持有人是否最终选择行权。

表4－2

比较项目	股本权证	备兑（衍生权证）
发行人	标的证券发行人	标的证券发行人以外的第三方
标的证券	需要发行新股	已在交易所挂牌交易的证券
发行目的	为筹资或高管人员激励用	为投资者提供避险、套利工具
行权结果	公司股份增加、每股净值稀释	不造成股本增加或权益稀释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、权证的发行条款的基本要素及其含义

权证的要素有四：标的、执行价格、行权期间、执行比例。权证各要素都会在发行公告书中得到反映。以宝钢股份来说：宝钢公司曾发行以该公司股票（600019）为标的证券的权证，假定发行时股票市场宝钢A股价格为4.6元，发行公告书列举的发行条件如下：

1. 发行日期：2005年8月18日

2. 存续期间：378天

3. 权证种类：欧式认购权证

4. 发行数量：38770万份

5. 发行价格：0.81元（此价格为测算价格，本次股改中的认购权证为送的）

6. 行权价格：4.50元

7. 行权日：2006年8月30日

8. 行权结算方式：证券给付结算

9. 行权比例：1:1

上述条款告诉投资者，由宝钢公司发行的权证是一种股本认购权证，该权证每份权利金是0.81元，发行总额为38770万份，权证可以在378天内买卖，但行权则必须在1年后的到期日进行。如果到期时宝钢公司股票市场价格为6.50元，高于权证的行权价4.50元，投资者可以4.5元/股的价格向发行人认购市价6.50元的宝钢公司股票，每股净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚2元；如果到期时宝钢公司股价为2.50元，低于行权价4.50元，投资者可以不行权，从而仅损失权利金0.81元/股。

五、影响权证价格的因素

表4-3 影响认购或认沽权证价格走势的几个重要因素

影响备兑权证价格的因素	认购权证价值	认沽权证价值
标的证券价格越高	越高	越低
行权价格越高	越低	越高
标的证券价格波动性越高	越高	越高
距离到期日时间越长	越高	越高
利率水平越高	越高	越低
现金红利派发越多	越低	越高

六、权证的交易规则有别于A股股票

表4-4 权证交易规则与A股股票交易规则比较

差别项目	A股股票	权证
交易期	T+1	T+0
开盘、收盘价确定方式	分主板与中小板两种	按中小企业板方式执行
最小申报单位	0.01元	0.001元
涨跌幅度限制	10%	标的证券涨跌金额的1.25倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

差别项目	A 股股票	权证
是否设大宗交易	是	否
结算交收	现金	现金/证券给付

注 1：“T+0”交易制度：权证交易可当天买入后立即卖出。可不限次数的回转交易。

注 2：交易成本：类似于封闭式基金（免印花税，低佣金，单边不高于 0.3%）。

注 3：涨跌停板限制，涨幅=正股价涨跌值×125%×行权比例/权证昨收盘价，实际涨幅可能超出 12.5%（杠杆效应体现于此）。

权证交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅按下列公式计算：

权证涨幅价格=权证前一日收盘价格+（标的证券当日涨幅价格－标的证券前一日收盘价）×125%×行权比例；

权证跌幅价格=权证前一日收盘价格－（标的证券前一日收盘价－标的证券当日跌幅价格）×125%×行权比例。

举例说明：

A 公司股票前一日收盘价 5.00 元，行权价 5.00 元，行权比例为 1:1，其权证价格 0.01 元，次日该公司正股价以涨停报收，则该权证涨幅价格应为：0.01 元+（5.00×110%－5.00）×125%×1=0.635 元。

注意：当计算结果小于等于零时，权证跌幅价格为零。

七、投资者在投资权证时应该注意哪些风险

权证本身是高风险的投资品种，投资者投资权证时，务必需要注意控制以下主要的风险因素：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 价格剧烈波动风险

权证是一种高杠杆投资工具，标的证券市价的微小变化可能会引起权证价格的剧烈波动。以宝钢认购股权为例，行权价 4.5 元，如满仓，宝钢股价到期日价格为 4 元，则权证权益金损失，此时股票投资损失有限。

2. 价格误判风险

权证价格受到标的证券的价格走势、行权价格、到期时间、利率、权益分派和权证市场供求等诸多因素的影响，权证持有人对此等因素的判断失误也可能导致投资损失。

3. 时效性风险

权证与股票不同，有一定的存续期间，且其时间价值会随着到期日的临近而迅速递减。

4. 履约风险

如果发行人发生财务风险，投资者有可能面临发行人不能履约的风险。

八、权证的套期保值和套利

这是本章的重点内容。

权证是一种天生的套利工具，但与基金套利不同，基金套利有时是来源于自身价值的低估（如封闭式基金的高折价率，ETF 的净值揭示与价格波动的差距）。但是权证套利的关键在于，要计算清楚其所代表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的基础股票或标的证券的价值和实际价格间的差异。权证套利的形成原因有三：

其一，权证作为衍生金融投资品，有做空或沽空的机制（如认沽权证），可以化解股票只能单一做多的风险。

其二，权证的以小博大的杠杆特性使其能提高资金的利用效率。

其三，权证由于有投机者充分参与，更容易受到情绪化的影响，其价格波动性远高于对应的基础股票，导致其可能阶段性或瞬间出现价格和内在价值大幅背离的情况。但之后的价值回归将是套利者兑现收益的过程。

权证存续时间一般较短，鲜有超过5年的，这也大大降低了套利的机会成本（时间成本）。

在实践中，有以下的4种套利或套期保值的策略可供选择。

（一）纯粹的杠杆功能所带来的无风险额外增厚收益效果

案例

五粮液认购权证（030002）的投资

五粮液（000858）是在深圳交易所挂牌上市的投资者十分熟悉的一只绩优股，2006年公司配合股权分置改革，向持有的投资者派发了认购证和认沽证。其中认购权证基本情况如下：

权证简称：五粮YGC1

交易代码：030002

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标的类型：股票

权证类型：认购

标的代码：000858

标的简称：五 粮 液

行权方式：百慕大式

按发行人分类：备兑权证

行权代码：030002

行权简称：五粮 YGC1

首次流通份额：29787.26 万份

最新流通份额：29787.00 万份

存续期起始日：2006-04-03

存续期终止日：2008-04-02

存续期：24 个月

权证上市日：2006-04-03

最后交易日：2008-03-26

行权起始日：2008-03-27

行权终止日：2008-04-02

初始行权价：6.9300 元

初始行权比例：1∶1.0000

行权说明：认购权证持有人行权的，应委托深交所会员通过深交所交易系统申报；认购权证行权以份为单位进行申报；当日行权申报指令，当日有效，当日可以撤销。当日行权取得的标的证券次个交易日可出售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4－1

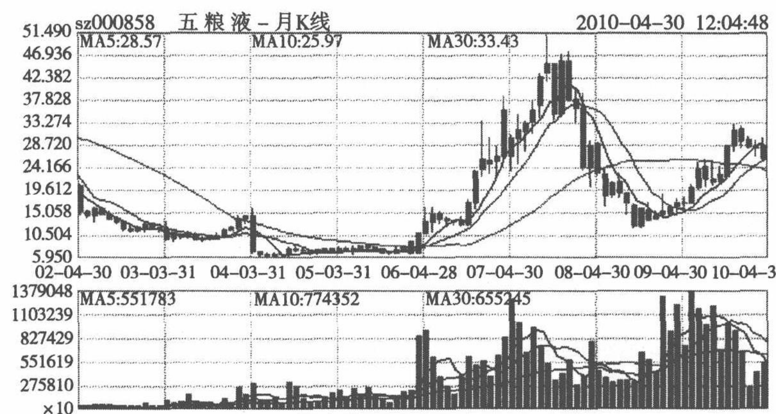


图 4－2

张先生在2006年4月10日持有100万股的五粮液股票（000858），当时五粮液股票价格为7.93元股。当日正在交易的于2008年4月2日到期，行权价为6.93元的五粮液认购权证（030002）的交易价格为1元。当时市场中可投资的国债年收益率为5%。如果张先生购买五粮液是想长期投资，则可通过卖出五粮液股票，同时买入五粮液认购权证，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剩余资金投资国债的方法来提高资金利用效率，获得无风险的额外收益。案例明晰分解如表4－5：

表4－5

	直接买五粮液股票的收益	购买五粮液权证收益
买入标的	100万股五粮液股票	100万份五粮液认购权证
买入价	7.93元	1
资金占用	793万元	100万元
剩余资金投资	无	用于购买年利率5%的国债并持有两年
2008年4月2日五粮液股价	10元	10元
权益投资盈利	207万元(10×100－793)	207万元(10×100－693－100)
债券投资赢利	0	69.3 (693×5%×2)
总赢利	207万元	276.3万元

该案例说明，选取与标的证券同向性的权证，利用其杠杆特性，可以低风险甚至无风险地提高资金利用效率。这是利用权证交易提高收益的基本策略。

（二）利用权证杠杆的特性获取超额利润和规避风险的策略

利用权证是可以获取超额利润的。权证是一种以小博大的杠杆式投资工具，购买时只需花费少量的权利金，但有可能收益会很大。

举例说明：投资者李先生投资1000股A公司股票，王先生投资10000份A公司的认股权证，行权价格为18元。假定2人同时入市，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入市时A公司股票价格为15元，权证到期时，A公司股价上升到20元，则李先生和王先生的盈利如表4－6：

表4－6

	李先生	王先生
买入品种	1000股股票	10000份认购权证
买入价	15元	0.66元
卖出价	20元	2.00元（20－18）
盈利	5000元	13400元
投资成本	15000元	6600元
回报率	33.33%	203.03%

从表4－6对比可以看出，权证投资具有很高的杠杆性。王先生判断正确的情况下，其买入A公司权证的收益远远超出李先生购买股票的收益。当然，如果王先生判断错误，其投资亏损则同样远大于李先生。

此外，利用权证还可以进行避险。投资者如果已经持有A公司股票，可以购买权证进行避险，如果投资者估计A公司股票会上涨，但又担心可能会出现与预期不符的情况，可以花费少量的权利金买进（看空）A公司的认沽权证，一旦当股票未来下跌时，权证获得的收益部分可以用来弥补A公司股票的损失。而如果预测正确，股票价格上涨，买入的股票已经获利，所损失的只是少量的权利金。

（三）利用权证做套期保值

套期保值（hedge）的概念：套期保值一般是期货用语。所谓套期保值，就是买入（卖出）与现货市场数量相当，但交易方向相反的期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货合约，以期在未来某一时间通过卖出（买入）期货合约补偿现货市场价格变动带来的实际价格风险。在证券市场中，利用期权套期保值的核心问题：标的证券与权证反向等量投资，通过权利金来锁定风险与利润。

套期保值案例一

某投资者预期未来3个月内上证50指数将上涨，于是以0.8元的价格购买了100万份50ETF。但他又担心预测错误，那么可以同时以0.01元1份的价格购买100万份（1万元成本）3个月后到期的50ETF认沽（看空）权证，假设认沽价格也为0.8元，作为持仓证券进行套期保值。投资者虽然多付出了一定成本（权利金），但是却能够将最大损失锁定，而持有的现货仍然能够享受正常的获利。

表4-7　50ETF—权证套期保值表

目前初始总价值（初始投入）	1+80=81万元		
3个月后ETF价格（元）	0.8	0.9	0.7
100万份ETF的价值	80万元	90万元	70万元
100万份ETF的盈亏	0	盈利10万元	亏损10万元
100万份权证的价值	0	0	10万元
三个月后总价值	80万元	90万元	80万元
三个月后总盈亏	80-81=-1万元	90-81=9万元	10+70-82=-2万元
如果不做套期保值的盈亏	80-80=0	90-80=10万元	70-80=-10万元
差　额	-1万元	-1万元	+9万元

套期保值的结果：该投资者虽然在ETF 3个月后出现价格上涨或维

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持现状这两种情况时较不做套期保值发生损失，但损失金额有限，仅为1万元的权利金。但如果投资者判断失误，ETF出现了下跌，则投资者将获得扣减权利金后的全部补偿9万元。因此套期保值实现了“吃小亏赚大便宜”且锁定主要收益的目的。

套期保值案例二

通过五粮液认沽权证（038004）做套期保值

五粮液认沽权证也是五粮液公司在股权分置改革时派发的权证。其基本情况如下：

权证简称：五粮 YGP1

交易代码：038004

标的类型：五粮液股票

权证类型：认沽

标的股票代码：000858

行权方式：百慕大式

按发行人分类：备兑权证

行权代码：038004

行权简称：五粮 YGP1

流通份额：31314.82 万份

存续期起始日：2006－04－03

存续期终止日：2008－04－02

存续期：24 个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权证上市日：2006－04－03

最后交易日：2008－03－26

行权起始日：2008－03－27

行权终止日：2008－04－02

初始行权价：7.9600 元

初始行权比例：1∶1.0000

假如投资者张先生在 2006 年 4 月 8 日买入持有 100 万股五粮液 A 股，当时的价格为 5 元，而五粮液认沽权证（038004）的价格为 1 元。则如果张先生担心股价下跌导致损失，将很容易利用五粮液认沽权证一个套期保值的交易头寸。

套期保值的做法是：张先生于 2006 年 4 月 8 日在买入五粮液 A 股（000858）的同时，以 1 元的价格买入 100 万份五粮液认沽权证（038004）。则张先生锁定了每股 1.96 元（7.96－5－1），总计 196 万元的最低收益，两年（2006 年 4 月 8 日～2008 年 4 月 2 日）的最低收益率为 196/（5×100＋1×100）＝32.66%，年化无风险收益率为 16% 以上。这是因为，张先生持有期间不外乎会出现 3 种情况：

（1）如果到 2008 年 4 月 2 日五粮液认沽权证行权截止期间，五粮液 A 股价格出现下跌，价格始终低于 5 元，如为 4 元，则张先生股票损失为 100 万元，即（4－5）×100。但五粮液认沽权证行权收益为 396 万元［（7.96－4）×100］。则总收益为 196 万元，即［396－100（股票亏损）－100（购买五粮液认沽权证的成本）］。

（2）如果到 2008 年 4 月 2 日五粮液认沽权证行权截止期间，五粮液 A 股价格出现上涨，且股价超过了 7.96 元，如为 8 元。则张先生的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈亏如下：股票盈利300万元［（8－3）×100］。放弃权证行权，则权证仅损失购买时的成本100万元。则总盈利为200万元，超过了上例。而且如果这种情况是在认沽权证到期前出现的，则由于权证时间价值存在，张先生把握时机卖出权证，总收益还会更高。

（3）如果到2008年4月2日五粮液认沽权证行权截止日，五粮液A股价格虽然出现上涨，但没有超过7.96元，如为7元。则张先生的盈亏如下：股票盈利200万元［（7－5）×100］，五粮液认沽权证行权收益为96万元［（7.96－7）×100］。则总收益为196万元，即200＋196－100（购买五粮液认沽权证的成本）。

因此，从上例看出，通过股票和权证的套期保值，张先生的获利至少为196万元，而年化最低收益率超过了16%。投资者在做套期保值时，一定要舍得花“小钱”（购买权证的成本）去博取和锁定大收益。

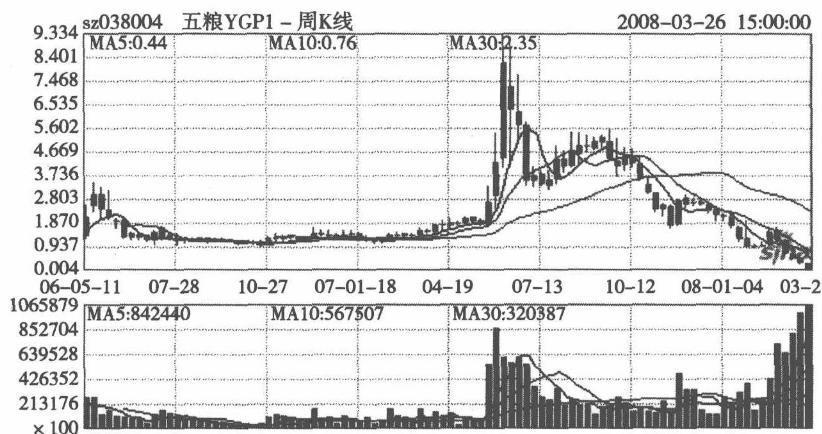


图4－3 五粮液认沽权证存续期的K线走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）利用权证和基础股票间的价格差异套利

在前文中曾提到过，权证由于有太多的投机者参与，而“贪婪”和“恐惧”又是人类所共有的人性弱点，导致权证的价格经常随着投资者的极度乐观和悲观的情绪化投资而出现“蹦极”。加之权证是一种基于对未来判断的期权，其价值和价格形成并不与对应的基础股票完全相同，如权证的时间价值和杠杆价值的存在往往使权证的价格被意想不到地高估。因此在日常交易中，在认购权证中按权证行权价格折合正股（基础股票）价格往往会与基础股票的现价（实际交易价格）产生很大的偏差。但之后随着时间的推移，投资者情绪的转变，或者是临近权证的到期日，亦或是套利者的不断涌入，将使这种偏差快速或逐步缩小。而这一价格向内在价值回归的过程就是套利者最终实现收益的过程。抓住在日常交易中经常出现的这种或大或小的机会，加之权证低廉的交易成本、随时回转交易的灵活交易机制和权证的放大功能，有时候会让人感觉像是“天上掉馅饼”。

能不能接住“馅饼”，能不能成功地利用权证和基础股票间的价差赢利，一要看投资者对权证的熟悉程度；二要看投资者对市场中此类机会的敏锐程度；三是要看提前预知能力，因为套利机会有时稍纵即逝，并不是谁都能接住天上掉下的馅饼——机会总是更青睐有准备的人的。

这种套利一般更容易出现在认购权证中。美式认购权证因为在存续期中能立刻行权，因此套利风险小，兑现容易，但空间和机会也相对较小。而欧式或百慕大式（价内）认购权证因为到期才能行权，对时间风险补偿要求高，因此套利空间相对较大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真实案例

江西铜业（600362）和按行权价计大幅折价交易的江铜认购权证（580026）间的套利研究

（1）权证简介：江铜认购权证是在上海证券交易所上市的江西铜业股份有限公司于2008年9月22日发行的可分离可转债分离出的认购权证。该权证允许持有人在权证到期的2010年10月4日~10月9日期间以15.44元（截至2010年4月30日，除息后最新行权价为15.4元）1股的价格买入0.25股江西铜业的股票。

权证主要信息如下：

权证简称：江铜CWB1

权证代码：580026

行权代码：582026

标的股票：江西铜业（600362）

权证类别：认股权证

上市地点：上海证券交易所

上市规模（万份）：176120

上市日期：2008-10-10

发行方式：派发

初始行权价：15.44

最新行权价格：15.4

初始行权比例：1∶0.25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最新行权比例：0.25

存续期起始：2008－10－10

存续期终止：2010－10－9

行权起始日：2010－10－4

行权中止日：2010－10－9

发行人：江西铜业股份有限公司

（2）套利时间：2008年12月底（确立熊市结束，小牛市开始）到2009年8月初期（市场上涨基本结束进入盘整期）。原因是经验表明市场处于牛市时，认购权证被低估的可能性大，比例高。

（3）套利目标：江铜权证按交易价格×4，加上15.4元的行权价合成江西铜业的到期实际买入价比当时实际交易的江西铜业股价便宜10%以上即可。

（4）具体操作：建议看好江西铜业的长期股票持有人卖出江西铜业股票，按比例买入4倍数量的江铜权证（因为1份江铜权证只能到期购买0.25份江铜股票）。例如卖出2500股江西铜业股票，则买入10000份江西铜业权证。

（5）套利最长时间：持有到期从2009年4月符合套利条件开始，不超过1.5年。

通过追踪2008年年底到2009年8月小牛市结束这段期间，可以看到随着市场的上涨，套利空间扩大。在2009年7月中下旬到2009年8月初的半个月时间内，如果江西铜业的长期投资者能够抓住时机，卖出江西铜业A股，买入4倍数量的江铜认购权证，不仅使持股成本有20%左右的下降，而且还会节省50%左右的资金，几乎提高1倍的资金利用效率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－8　实际套利过程和套利效果

	2008 年 12 月 31 日	2009 年 7 月 21 日	2009 年 7 月 27 日	2009 年 8 月 3 日
A：江铜 A 股交易价格 600362	10	44.12	49.05	48.55
B：江铜权证交易价格 580026	1.355	4.93	6.031	6.594
C：权证按此时价格买入，并按 1：0.25 行权，行权价 15.4 元，折合实际的江铜到期买入价格	1.355×4＋15.4＝20.82 元	4.93×4＋15.4＝35.12 元	6.031×4＋15.4＝39.52 元	6.594×4＋15.4＝41.778 元
D：用权证换 A 股的套利收益率：（A－B）/A	（10－20.82）/10＝－108.2 亏损，不能套利	（44.12－35.12）/44.12＝20.4%	（49.05－39.52）/49.05＝19.43%	（48.55－41.778）/41.778＝16.21%
E：卖出 10000 股票获得资金	100000	441200	490500	485500
买入 40000 份江铜权证所需要的资金	54200	197200	241240	263760
节省资金，可用于投资无风险收益部分	不能做	243000	249260	221740

图 4－4 和图 4－5 为江西铜业（600362）和江铜权证（580026）同期的价格走势对比，从而更清晰地揭示套利的可能和空间。

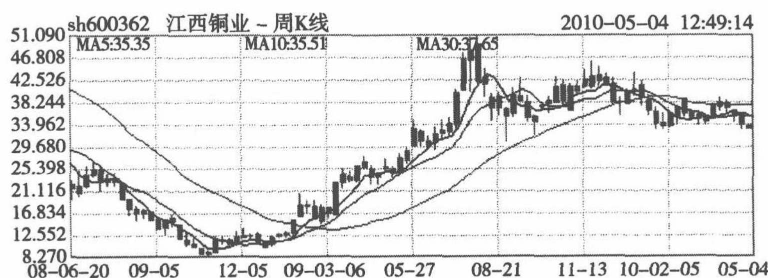


图 4－4　江西铜业 2008 年 6 月～2010 年 4 月股价 K 线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

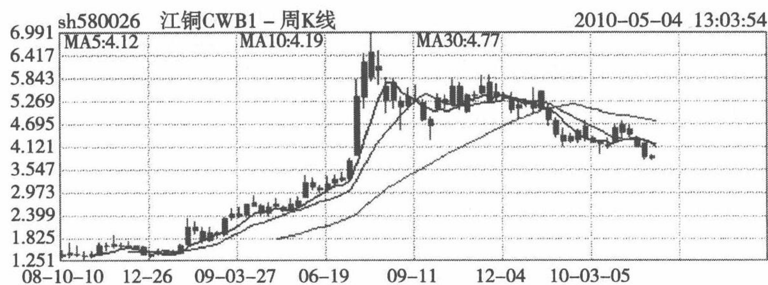


图 4－5 江铜权证 2008 年 10 月～2010 年 4 月价格 K 线

总之，权证作为套利的利器，将会在金融创新不断的未来续写更加精彩纷呈的一页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章 期货
——地狱与天堂般的套利的温床

进行了杠杆放大的期货投资既是“地狱”也是“天堂”。“上天还是入地”，取决于投资者对期货市场的认知，更取决于投资者进行期货交易的动机和手段。其实高风险的期货市场还是套利者的“温床”。了解期货市场的特点与交易规则，了解期货与现货的关系，清楚套期保值的机会与风险，利用好期货与现货、不同期货合约间的套利关系，通过杠杆效应放大，你将得到一个“赚快钱”和“赚大钱”的好工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货是人类历史上最伟大的金融创举。

——“金融之父”利奥·梅拉梅德

没有期货市场的经济体系称不上是市场经济。

——诺贝尔经济学奖得主默顿·米勒

期货业对美国经济的发展作出重大贡献。

——美国前财政部长劳伦斯·H·萨默斯

如果说权证是套利的利器的话，那么期货就是套利交易的温床。众所周知，期货交易是“零和游戏”，而零和的双方是“投机者”和“套利者（涵盖套期保值）”。进行了杠杆放大的期货投资，既是“地狱”也是“天堂”，“上天还是入地”，取决于投资者对期货市场的认知，更取决于投资者进行期货交易的动机和手段。高风险的期货市场作为套利者的“温床”，需要投资者充分了解期货市场的特点与交易规则，了解期货与对应的现货间的关系，清楚套利、套期保值的机会与风险，利用不同期货合约间的套利关系，如此，你将得到一个“赚快钱”和“赚大钱”的好工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、期货重点知识掌握

（一）期货交易的基本概念和要素

1. 什么是期货交易

期货交易是指在期货交易所内集中买卖期货合约的交易活动，是一种高度组织化的交易方式，对交易对象、交易时间、交易空间等方面有较为严格的限定。期货交易的对象是标准化的期货合约，是由期货交易所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量和质量商品的标准化合约。

2. 期货交易与现货交易的区别

（1）交割时间不同：现货交易一般是即时成交或在很短时间内完成的交收活动，买卖双方一旦达成交易，实现商品所有权的让渡，商品的实体即商品本身随之从出售者手中转移到购买者手中。商品的买卖实际上包含着两种运动：一种是商品作为使用价值的载体而发生的空间运动，称为物流；另一种运动是所有权从让渡者向受让者的转移，称为商流。在现货市场上，商流和物流在时空上基本是统一的。期货交易从成交到货物收付之间存在着时间差，发生了商流和物流的分离。

（2）交易对象不同：现货交易的对象主要是实物商品，期货交易的对象是标准化合约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）交易目的不同：现货交易的目的是获得或让渡商品的所有权，是满足买卖双方需求的直接手段。期货交易的目的一般不是为了获得实物商品，套期保值者的目的是通过期货交易转移现货市场的价格风险，投机者的目的是为了从期货市场的价格波动中获得风险利润。

（4）交易的场所与方式不同：现货交易一般不受交易时间、地点、对象的限制，交易灵活方便，随机性强，可以在任何场所与对手交易。期货交易必须在高度组织化的期货交易所内以公开竞价的方式进行。目前场上竞价方式主要有公开喊价和电子化交易，处在场外的交易者必须委托期货经纪公司代理交易。

（5）结算方式不同：现货交易主要采用到期一次性结清的结算方式，同时也有货到付款方式和信用交易中的分期付款方式等。期货交易实行每日无负债结算制度，交易双方必须缴纳一定数额的保证金，并且在持仓期间始终要维持一定的保证金水平。

3. 什么是期货市场

期货市场是买卖期货合约的市场。这种买卖是由转移价格波动风险的生产经营者和承受价格风险而获利的风险投资者参加的，在交易所内依法公平竞争而进行的，并且有保证金制度为保障。保证金制度的一个显著特征是用较少的钱做较大的买卖。保证金一般为合约值的5%～15%，与现货交易和股票投资相比较，投资者在期货市场上投资资金比其他投资要小得多，俗称“以小博大”。期货交易的目的不是获得实物，而是回避价格风险、套利或投机，一般不实现商品所有权的转移。期货市场的基本功能在于给生产经营者提供套期保值、回避价格风险的手段，以及通过公平、公开竞争形成公正的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 期货市场和证券市场的区别

（1）基本经济职能不同。证券市场的基本职能是资源配置和风险定价；期货市场的基本职能是规避风险和发现价格。

（2）交易目的不同。证券交易的目的是让渡证券的所有权；期货交易的目的是规避现货市场价格风险或获取投机利润。

（3）市场结构不同。证券市场分为一级市场和二级市场；期货市场并不区分一级市场和二级市场。

（4）保证金制度不同。证券交易必须缴纳全额保证金；期货交易只需缴纳期货合约价值一定比例的保证金。

5. 期货市场具有的基本经济功能

期货市场在稳定与促进市场经济发展方面有以下功能。

（1）规避价格风险的功能。期货市场最突出的功能就是为生产经营者提供回避价格风险的手段。即生产经营者通过在期货市场上进行套期保值业务来回避现货交易中价格波动带来的风险，锁定生产经营成本，实现预期利润。也就是说，期货市场弥补了现货市场的不足。

（2）发现价格的功能。在市场经济条件下，价格是根据市场供求状况形成的。期货市场上来自四面八方的交易者带来了大量的供求信息，标准化合约的转让又增加了市场流动性，期货市场中形成的价格能真实地反映供求状况，同时又为现货市场提供了参考价格，起到了“发现价格”的功能。

（3）期货市场在宏观经济中的作用。一是提供分散、转移价格风险的工具，有助于稳定国民经济；二是为政府制定宏观经济政策提供参考依据；三是有助于本国争夺国际定价权；四是促进本国经济的国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化；五是有助于市场经济体系的建立与完善。

（4）期货市场在微观经济中的作用。一是锁定生产成本，实现预期利润；二是利用期货价格信号，组织安排现货生产；三是期货市场拓展现货销售和采购渠道；四是期货市场促使企业关注产品质量问题。

6. 期货交易有哪些基本制度

期货市场是高度组织化，能够体现“公开、公平、公正”原则的市场，有着一系列的制度来保障市场高效平稳地运行，这些制度是所有的交易者必须遵守的“游戏规则”。相比较而言，期货市场的交易制度是所有市场中最复杂和严格的。

（1）保证金制度

期货交易采用保证金制度，预先要在你的期货账户里存入一笔资金，这笔钱称作“结算准备金”。目前国内的商品期货交易是按吨报价，股指期货交易是按指数点计，当你买入的时候并不支付全部货款，而只是收取一定比例的保证金；而当你卖出时，因为通常此时你的手中并没有货，也需要收取一定比例的保证金作为你能够履约的保障。买入和卖出时的保证金比例是一样的，称作“交易保证金”。需要明确的是，交易收取的保证金依然是你的权益，只有当你的交易发生亏损的时候，才会从结算准备金中扣除相应部分，你的权益才会相应减少。目前国内期货交易所根据品种不同，收取的交易保证金比例在报价的5%～8%之间。为了更好地控制风险，期货公司通常在上述比例基础上加收3个百分点左右。

按照交易规则，交易保证金比例随交割日期的临近、持仓量的增加或当出现涨跌停板时会有所提高，交易所也可以根据风险情况临时提高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金比例（具体参见各期货交易所风险控制制度）。

在酝酿期的股指期货初定的保证金比率是10%，2010年4月16日实际推出是近期15%，远期18%。具有杠杆效应，这点和股票交易中需缴纳100%资金有很大不同。我们用股票交易中“融资”的概念来说明这个问题。假设股指期货的保证金比例为10%，则：

①如果投资者只使用自己账户中10%的资金买卖股指期货，那么赢利或亏损的效果已经相当于用全部资金买卖股票；

②如果投资者使用自己账户中20%的资金买卖股指期货，赢利或亏损的金额会比满仓买卖股票放大1倍，效果相当于1∶1融资买卖股票；

③依次推导下来，如果用自己账户中100%的资金买卖股指期货，那么赢利或亏损的效果也就相当于1∶9融资买卖股票，可能产生的赢利或亏损相当惊人。

④资金的使用比率，投资者可以按自己对风险的喜好和接受程度自由选择。

（2）每日无负债结算制度

简单地说，就是每日交易结束后，根据当日结算价（所有成交加权平均价）计算你的盈亏和费用，增加或减少“结算保证金”和权益的数额，当权益小于交易保证金时，会有追加保证金或强行平仓的要求（具体参见各期货交易所结算制度）。

这点和股票交易结算有所不同。股票交易是完成一个买卖后结算，增加或减少账户中的资金；而期货交易中，不仅完成买卖后结算，只要有持仓，每天都会根据价格的变化结算，增加或减少账户中的资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）涨跌停板制度

涨跌停板制度是为了限制价格过度波动、控制风险的措施，是和保证金制度及每日结算制度相配合的，只要停板幅度小于保证金比例，那么在下一个交易日中不会发生穿仓（权益不小于0）风险。目前国内交易的期货品种，正常情况下涨跌停板幅度小麦为3%，燃料油为5%，其他品种为4%。如遇到有单边市情况（最后5分钟交易中未打开停板），下一交易日停板幅度会做调整。如果连续3个交易日同向单边市，交易所可以宣布紧急措施化解风险。涨跌停板价格＝上一交易日结算价×（1±涨跌停板幅度），涨停板向下取正，跌停板向上取正。

（4）持仓限额制度及大户报告制度

规定期货合约上市不同阶段每个客户能够持有合约的最大限额，并在达到这个限额80%时，向交易所报告。目的是为防范操纵市场的行为和风险过于集中。持仓限额随交割期临近逐渐减少，需要实物交割且数量将超过持仓限额的投资者，可以向交易所申请套期保值头寸，批准后可以不受持仓限额限制。

（5）实物交割制度

到交割日收市尚未平仓的合约将进入交割程序，买方支付全额货款，买方交付标准仓单（货物）并开具增值税发票。卖方在向交易所预报后，将符合交割品级的货物运到交易所指定交割仓库，验收合格并在交易所注册，可生成标准仓单，是一种实物提货凭证，除可以用于实物交割外，也可在交易所办理过户手续后转让。指定仓库的仓储费用通常高于一般仓库，仓储费是期货价格对现货升水的一个重要组成部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实物交割有两种方式：①集中交割：所有未平仓合约在最后交易日后由交易所统一配对交割。②滚动交割：除采用集中交割方式外，在交割月第一个交易日到最后交易日之间也可以交割。采用这一交割方式的有豆粕、玉米和小麦。

期转现交易：这是一种较为特殊的了结期货头寸并交收实物的交易方式。持有同一月份合约的买卖双方，协商一致经交易所批准，由交易所代为了结双方持仓，同时按协商价格交收实物，交收的实物可以是标准仓单，也可以是非标准仓单。

（6）强行平仓制度

当客户出现下列情况之一，交易所或期货公司有权实行强制平仓：

①权益小于交易保证金，并未在规定时间补足（纠正一个误解，并非是账户中没钱才会强行平仓）；

②持仓量超出持仓限额；

③违规受到强行平仓处罚；

④交易所紧急措施；

⑤其他应予强行平仓的。

需要执行强行平仓的，期货公司将按《期货经纪合同》约定的方式向客户发出通知，客户也要及时关注自己账户的风险情况。

7. 期货买卖的基本过程

对于投资者来讲，进行一笔期货交易需要完成以下的内容：选择经纪商、开立账户、下达交易指令、达成交易、结算等环节。

（1）选择经纪商

期货经纪公司是投资者和交易所之间的纽带，投资者参加期货交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须通过期货经纪公司进行。首先，应选择一个迅速准确地接收和执行交易指令的期货公司。其次，应选择一个能保证资金安全的期货公司。再次，应选择一个能提供准确的市场信息和投资决策的期货公司。最后，应选择一个运作规范的期货公司。

（2）开立账户

一旦你选定了某一个合适的期货经纪公司，下一步就是开立期货交易账户。所谓期货交易账户，是指期货公司为期货交易者开设的、用于交易履约保证的一个资金信用账户。开户手续很简单，而且期货公司都会非常热心地提供有关帮助。

（3）下达交易指令及交易指令类型

①下达交易指令

目前，期货交易主要通过网上交易进行，投资者可以下载期货公司提供的网上期货交易软件，并通过互联网了解期货信息和行情变化，进行期货交易。当网上交易出现故障时，投资者还可以选择电话委托作为后备手段。对于大客户，可采用电话委托的方式。

②交易指令的类型

在国际期货市场上，期货交易指令的种类很多，各种类型指令的作用不同。目前，国内期货市场只允许两种类型的交易指令：限价指令和取消指令。我们在这里介绍 3 种交易指令：

限价指令：是按特定价格买卖的交易指令。如你填写一个指令，“卖出限价为 2488 元/吨的 2003 年 11 月黄大豆 1 号合约 10 手”，那么，当该合约的交易价格高于 2488 元/吨的时候，你的指令就成交了，而且，卖出的价格一定是等于或高于 2488 元/吨。限价指令对交易价格要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



求明确，但能否执行取决于指令有效期内价格的变动。如果限价指令委托后，该期货合约的价格一直低于2488元/吨，该限价指令就没有机会执行。

取消指令：指投资者将某一未成交指令撤销的指令。

止损指令（Stop-loss Order）：是运用限价指令来减少损失的指令。这种交易指令在国际期货市场常用，但在国内交易系统不能直接运用。止损指令是一种防止交易亏损扩大的措施。当交易者持有的期货合约发生亏损时，为了防止亏损进一步扩大，交易者可以预先设定一个价位，当市场价格达到这个价位时，止损指令立即自动生效。止损指令是一种很有效的交易指令，虽然目前不能直接下达止损指令，但交易者在下单之前必须预先设定自己的止损价位，一旦市场价格达到止损价位，你必须遵守纪律，立即申报限价平仓指令，把亏损控制住。例如，你于2488元/吨的价格卖出2003年11月黄大豆1号合约10手，自己设定止损价格为2528元/吨，当市场价格冲破2528元/吨时，你应毫不犹豫地下达买入平仓指令，把损失控制在最小程度。

（4）撮合成交

国内交易所的场内交易方式采取的是计算机撮合交易方式，场内交易员（又称出市代表、红马甲）将投资者的指令输入交易所的计算机交易系统，由计算机来撮合成交。

例如，某一天，一位交易者准备以2488元/吨的价格买进“2003年11月黄大豆1号合约50手”，另一位交易者想以2489元/吨卖出100手，这两条指令输入交易系统后，由于卖价比买价高，所以无法成交，这两条指令就在行情显示器上显示出来。当你看到行情时，你认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2488 元/吨的价格太高了，卖出肯定能获利，立即以 2488 元/吨的价格卖出 10 手。交易指令输入交易系统后，买卖价格一致，立即成交。这时，你就会等待价格的进一步波动，当价格下跌时，你就可以获利平仓。

（5）结算

结算包括交易所对会员的结算、期货公司对其投资者的结算两个层次。

①交易所对会员的结算

期货交易所对会员的结算实行每日无负债结算制度。在每天交易结束时，会员的保证金账户均依据持仓合约数量及期货合约的结算价进行调整，以反映该会员的盈利或亏损。这就是所谓的逐日盯市结算（marked-to-market）。如果保证金低于规定的水平，该会员将收到保证金追缴通知书，要求在规定时间内补足账户内的保证金。

②期货公司对其投资者的结算

一般来讲，投资者与期货公司之间签订结算协议，当每日结算后投资者保证金低于期货交易所规定的交易保证金水平（5%）时，期货公司将按照结算协议约定的方式通知投资者追加保证金；投资者不能按时追加保证金的，期货公司将该投资者的持仓部分或全部实施强行平仓，直至保证金余额能够维持其剩余头寸。

8. 期货交易中的逐日盯市及保证金结算

在期货市场上，交易者只需按期货合约价格的一定比率缴纳少量资金作为履行期货合约的财力担保，便可参与期货合约的买卖，这种资金就是期货保证金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金实行逐日盯市、每日无负债的结算制度。可分为履约保证金和追加保证金。履约保证金：交易者开仓、持仓时须缴纳的保证金。追加保证金：当交易者可用资金出现负数，交易者应追加保证金，否则期货公司有权强行平仓。

期货结算是根据交易结果和交易所有关规定，采用相同的方法，由交易所对期货公司，期货公司对客户交易保证金、盈亏、手续费、交割货款及其他有关款项进行的计算、划拨。

期货交易的逐日盯市制度，是指结算部门在每日闭市后计算、检查保证金账户余额，通过适时发出追加保证金通知，使保证金余额维持在一定水平之上，防止负债现象发生的结算制度。其具体执行过程如下：在每一交易日结束之后，交易所结算部门根据全日成交情况计算出当日结算价，据此计算每个会员持仓的浮动盈亏，调整会员保证金账户的可动用余额。若调整后的保证金余额小于维持保证金，交易所便发出通知，要求在下一交易日开市之前追加保证金，若会员单位不能按时追加保证金，交易所将有权强行平仓。

9. 期货公司给客户的每日结算账单

（1）结算单实例

某棉花公司存入保证金 10 万元，在 6 月 1 日买开仓 2 手 CF411 期货合约（每手 5 吨），成交价 14000 元/吨。同一天，该客户卖平仓 1 手该合约，成交价 14500 元/吨，当日 CF411 结算价 14400 元/吨，棉花交易手续费为 25 元/手，期货公司棉花交易保证金比例为 10%。则该客户当日结算单显示如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金账号：×××× 客户名：××× 日期：××年6月1日

资金状况表：

上日结存：100000	客户权益：104425
存取资金：0	履约保证金：7200
平仓盈亏：2500	可用资金：97225
手续费：75	可取资金：95225
当日结存：102425	追加保证金：0
浮动盈亏：2000	本日风险率：6.89%

（2）相关含义和计算公式

结合上面实例计算。

①盈亏计算

客户的盈亏包含平仓盈亏和浮动盈亏两部分。平仓盈亏指对所持有的合约在当日平仓所产生的盈亏；浮动盈亏又称持仓盈亏，指持有合约到当日交易结束产生的盈亏，是以当日结算价计算。

平仓盈亏＝（卖出成交价－买入成交价）×手数×每手吨数

＝（14500－14000）×1×5＝2500元

多单浮动盈亏＝（结算价－买入成交价）×手数×每手吨数

＝（14400－14000）×1×5＝2000元

空单浮动盈亏＝（卖出成交价－结算价）×手数×每手吨数

＝（14500－14400）×1×5＝500元

②当日结存

根据平仓结果计算的账户资金情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当日结存 = 上日结存 + 存取资金 + 平仓盈亏 − 手续费

= 100000 + 2500 − 75 = 102425 元

③客户权益

这是非常重要的一个数据，与当日结存的差别是计入了持有合约的盈亏情况，相对客观地反映了账户的资金状况。

客户权益 = 上日结存 + 存取资金 + 平仓盈亏 + 浮动盈亏 − 手续费

= 100000 + 2500 + 2000 − 75 = 104425 元

④履约保证金

即交易保证金，也称持仓保证金。当买卖双方成交后，按持仓合约价值的一定比例向双方收取的确保履约的保证金。

履约保证金 = 持有合约的结算价 × 手数 × 每手吨数 × 保证金比例

= 14400 × 1 × 5 × 10% = 7200 元

⑤可用资金

账户中还可以用于开仓的资金。

可用资金 = 客户权益 − 履约保证金

= 104425 − 7200 = 97225 元

⑥可取资金

客户可以从账户中提走的资金。与可用资金的差别是，浮动盈利不加入，但浮动亏损要扣除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可取资金＝当日结存＋存取资金－履约保证金－浮动亏损

＝102425－7200＝95225 元

⑦追加保证金

当账户中的客户权益小于履约保证金时，需要补足的资金。在这里需要说明，当期货公司向客户发出追加保证金或强行平仓通知时，并不是说客户的账户中没有钱了，只是现有的资金不足目前持仓所占用的保证金。

追加保证金＝履约保证金－客户权益

⑧本日风险率

是履约保证金和客户权益的比值，即该账户资金使用比例，代表账户的风险程度，是期货公司采取追加保证金、强制平仓等风险控制措施的依据，也是客户调控自己账户风险水平的参照。当风险率与持有合约的保证金比率数值相同时，该账户风险程度和现货交易是一样的。

本日风险率＝履约保证金÷客户权益×100%

＝7200÷104425×100%＝6.89%

（3）提示

客户电子化交易时，在网上交易系统中看到的数据和结算单数据会有所不同，如客户权益、持仓保证金、风险率等，原因是结算单采用当日结算价进行相应计算，属于静态风险控制；而网上交易系统采用成交价和最新价进行计算，属于动态风险控制。提请投资者注意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、知晓股指期货

目前期货主要分两大类，商品期货和金融期货。金融期货是全球金融自由化下金融创新的产物。

表5－1　期货分类

期货	商品期货	有色金属期货	铜、锌、铝、镍等9种
		贵金属期货	金、银
		农产品期货	大豆、豆油、豆粕、小麦、玉米等
		软商品期货	白糖、棉花、可可等20种
		能源化工期货	原油、汽油、燃料油、天然橡胶等5种
	金融期货	货币期货（currency futures）：1972	
		利率期货（interest futures）：1975	
		股指期货（stock Index futures）：1982	

1. 股指期货定义

以股票市场价格指数为交易标的物的金融期货合约。

由于股票指数基本上能代表整个市场中股票价格变动的趋势和幅度，把股票指数改造成一种可交易的期货合约，并利用它对所有股票进行套期保值，规避系统性风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 股指期货的特点

（1）以股票指数为基础的金融期货；

（2）合约代表的指数是具有代表性的指数；

（3）股票期货合约的价格是以股票指数“点”来表示；

（4）现金交割；

（5）指数化投资，免除选股的烦恼，不受系统性风险影响；

（6）T+0；

（7）双向交易；

（8）入市的门槛高，合约规模大（1手的金额大）；

（9）保证金交易，杠杆比例高；

（10）成交较活跃，流动性高，机构投资者参与程度高。

3. 股指期货与 ETF、权证交易的比较

尽管 ETF 基金带有指数投资性质，但因其不是期货交易，故和股指期货交易也有明显的区别，如不能 T+0，不能做空，非保证金交易等。

尽管权证带有远期交易的特征，也可 T+0，但实际上它买卖是种未来按既定价格进行股票买卖的权利，而且不是按每日无负债制度结算，故和股指期货交易也有明显的区别。

股指期货市场是以股票现货市场为基础的。实证研究表明，股指期货市场和股票市场运行的轨迹从中长期来看相当一致。实证研究还表明，标的样本股的市场活跃度和走势强度要明显高于非标的样本股的市场活跃和走势强度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 5－2　沪深 300 指数期货合约的解析

合约标的	沪深 300 指数
合约乘数	300 元
合约价值	沪深 300 指数点 ×300 元
报价单位	指数点
最小变动价位	0.2 点
合约月份	当月、下月及随后两个季月
每日价格波动限制	上一个交易日结算价的正负 10%，详见交易细则
合约保证金	合约价值的 10%，交易所有权根据交易规则进行调整（2010 年 4 月 16 日实际执行时为近期 15%，远期 18%，期货公司一般为控制风险再加一个点）
交易时间	上午 9：15－11：30，下午 13：00－15：15
最后交易日交易时间	上午 9：15－11：30，下午 13：00－15：00
到期结算方式	以最后结算价格进行现金结算
每日结算价格	每日交易收盘后的结算价格为当日最后 1 小时的成交量加权平均价
最后结算价格	到期日沪深 300 指数最后 2 小时所有指数点算术平均价。特殊情况交易所有权调整计算方法
最后交易日	合约到期月的第 3 个星期五
最后结算日	合约到期月的第 3 个星期五
手续费	成交金额的万分之 0.5
交易代码	IF

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、股票指数期货的投资策略与技巧

（一）套利与套期保值——期货交易的几种基本的交易类型

根据交易者交易的目的不同，将期货交易行为分为3类：套期保值、投机、套利。

1. 套期保值（hedge）

就是买入（卖出）与现货市场数量相当、但交易方向相反的期货合约，以期在未来某一时间通过卖出（买入）期货合约来补偿现货市场价格变动所带来的实际价格风险。

保值的类型最基本的又可分为买入套期保值和卖出套期保值。买入套期保值是指通过期货市场买入期货合约，以防止因现货价格上涨而遭受损失的行为；卖出套期保值则指通过期货市场卖出期货合约，以防止因现货价格下跌而造成损失的行为。

套期保值是期货市场产生的原动力。无论是农产品期货市场，还是金属、能源期货市场，其产生都是源于生产经营过程中面临现货价格剧烈波动而带来风险时自发形成的买卖远期合同的交易行为。这种远期合约买卖的交易机制经过不断完善，例如将合约标准化、引入对冲机制、建立保证金制度等，从而形成现代意义的期货交易。企业通过期货市场为生产经营买了保险，保证了生产经营活动的可持续发展。可以说，没有套期保值，期货市场也就不是期货市场了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 投机（speculate）

"投机"一词用于期货、证券交易行为中，并不是"贬义词"，而是"中性词"，指根据对市场的判断，把握机会，利用市场出现的价差进行买卖，从中获得利润的交易行为。投机者可以"买空"，也可以"卖空"。投机的目的很直接——就是获得价差利润。但投机是有风险的。

根据持有期货合约时间的长短，投机可分为3类：第一类是长线投机者，此类交易者在买入或卖出期货合约后，通常将合约持有几天、几周甚至几个月，待价格对其有利时才将合约对冲；第二类是短线交易者，一般进行当日或某一交易日的期货合约买卖，其持仓不过夜；第三类是逐小利者，又称"抢帽子者"，他们的技巧是利用价格的微小变动进行交易来获取微利，一天之内他们可以做多个回合的买卖交易。

投机者是期货市场的重要组成部分，是期货市场必不可少的润滑剂。投机交易增强了市场的流动性，承担了套期保值交易转移的风险，是期货市场正常运营的保证。

3. 套利（spreads）

指同时买进和卖出两张不同种类的期货合约。交易者买进自认为是"便宜的"合约，同时卖出那些"高价的"合约，从两合约价格间的变动关系中获利。在进行套利时，交易者注意的是合约之间的相互价格关系，而不是绝对价格水平。

套利一般可分为3类：跨期套利、跨市套利和跨商品套利。

跨期套利是套利交易中最普遍的一种，是利用同一商品但不同交割

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月份之间正常价格差距出现异常变化时进行对冲而获利的，又可分为牛市套利（bull spread）和熊市套利（bear spread）两种形式。例如在进行金属牛市套利时，交易所买入近期交割月份的金属合约，同时卖出远期交割月份的金属合约，希望近期合约价格上涨幅度大于远期合约价格的上涨幅度；而熊市套利则相反，即卖出近期交割月份合约，买入远期交割月份合约，并期望远期合约价格下跌幅度小于近期合约的价格下跌幅度。

跨市套利是在不同交易所之间的套利交易行为。当同一期货商品合约在两个或更多的交易所进行交易时，由于区域间的地理差别，各商品合约间存在一定的价差关系。例如伦敦金属交易所（LME）与上海期货交易所（SHFE）都进行阴极铜的期货交易，每年两个市场间会出现几次价差超出正常范围的情况，这为交易者的跨市套利提供了机会。例如当 LME 铜价低于 SHFE 时，交易者可以在买入 LME 铜合约的同时，卖出 SHFE 的铜合约，待两个市场价格关系恢复正常时，再将买卖合约对冲平仓并从中获利，反之亦然。在做跨市套利时，应注意影响各市场价格差的几个因素，如运费、关税、汇率等。

跨商品套利指的是利用两种不同的、但相关联商品之间的价差进行交易。这两种商品之间具有相互替代性或受同一供求因素制约。跨商品套利的交易形式是同时买进和卖出相同交割月份但不同种类的商品期货合约。例如金属之间、农产品之间、金属与能源之间等都可以进行套利交易。

交易者之所以进行套利交易，主要是因为套利的风险较低，套利交易可以为避免始料未及的或因价格剧烈波动而引起的损失提供某种保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



护，但套利的盈利能力也较直接交易小。套利的主要作用：一是帮助扭曲的市场价格回复到正常水平；二是增强市场的流动性。

4. 套期保值、投机、套利三者之间的关系

套期保值、投机、套利作为期货市场交易的主要形式，具有相同的特点。首先，三者都是期货市场的重要组成部分，对期货市场的作用相辅相成；其次，都必须依据对市场走势的判断来确定交易的方向；第三，三者选择买卖时机的方法及操作手法基本相同。但三者又有一定区别：第一，交易目的不同，套期保值的目的是回避现货市场价格风险；投机目的是赚取风险利润；套利则是获取较为稳定的价差收益。第二，承担的风险不同，套期保值承担的风险最小，套利次之，投机最大。保值量超过正常的产量或消费量就是投机，跨期套利、跨市套利如果伴随着现货交易，则也可以当作保值交易。

（二）股票指数期货的套期保值

1. 套期保值

（1）空头套保：持有股票的人在期货市场上放空，以抵销股票现货市场下跌带来的损失。

（2）多头套保：不持有股票的人在期货市场上做多，以抵销股票现货市场上涨引起的踏空风险。

例如：A 拥有价值 100 万元的资产组合，这部分资产组合和沪深 300 指数存在着高度的相关性，目前沪深 300 指数为 1400 点（假设 3 个月的交割的沪深 300 期指为 1405 点），A 担心该指数会下跌，为防止这种情况出现对 A 带来损失，他在期货市场做空，即按 1405 点卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出沪深300指数合约7手，价值983500元，这意味着其尚有16500元没对冲。

B因有急用，从市场中取出100万元用作他用3个月，但他担心3个月股指会涨，因此，他在1405点的位置用少量的保证金建多仓进行套期保值。3个月结算时，股指上升10%，他就在期货市场上赚了10%的收益，弥补了其退出的100万元在市场中贬值的风险。反之，3个月结算时，股指下跌10%，他在期货市场上损失了10%，但退出的100万元的含金量却升了10%。

2. 影响套期保值效果的因素

（1）你的资产组合和标的股指的相关性；

（2）你的资产组合的规模；

（3）基差的大小和变动。

3. 基差套利策略（arbitrage）

（1）理论基础和特点

利用基差具有收敛性的特点，在基差过大时，通过股指的开空和开多进行套利。基差套利是分别在股指现货和期货市场上同时进行。这种套利是股指期货套利策略中最常用的一种。在新兴的证券市场中，例如我国，基差之大往往出乎投资者的想象，绝对也属于“天上掉馅饼”。基差套利的参与者往往是风险厌恶型，且具有一定资金规模的投资者。

（2）套利的种类

①多头套利：F > S，即期货升水 > 现货持有成本。有可能在期货市场上做空，现货市场上做多，完成套利。

②空头套利：F < S，有可能在期货市场上做多，现货市场上做空，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



完成套利。

（3）例如：假定4月1日60天到期的股指期货合约价为1458点，目前现货市场价为1450点，无风险利率（r）为3%，投资组合年股利率为1%。F－S＝8个点，说明期货升水过大，超过了现货持有成本存在着多头套利的可能性。

4月1日：①组建一个模拟沪深300指数投资组合。②在期货市场做空一个合约，同时在现货市场买入一个价值约为1450点的投资组合。

到4月30日，基差出现缩小，6月1日到期期货合约价为1455点，当日股指为1452点，基差为3点。可考虑平仓（不考虑交易成本）。

期货平仓获利3个点。现货平仓获利2个点。共获利5个点。

（4）实际案例（同第一章）

2010年4月16日，我国正式推出了股指期货交易。当天由于股指期货较现货价格升水（溢价）幅度较大，基差非常大，引发了大量的套利交易者进行“基差套利”。详见表5－3（时间：2010年4月16日）的分析。

表5－3

沪深300指数现货和期货品种	开盘	收盘	最高	最低	开盘价计套利空间	套利操作	所需时间	年化无风险收益率（期现比按2:8）
沪深300指数	3388.29	3356	3388.29	3348	/	标的	/	/
期货合约IF1005	3450	3415	3488	3413	1.83%	沽空	5月到期	18.3%
期货合约IF1006	3470	3441	3517	3440	2.42%	沽空	6月到期	11.62%
期货合约IF1009	3600	3512	3647	3505	6.25%	沽空	9月到期	12%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

沪深300指数现货和期货品种	开盘	收盘	最高	最低	开盘价计套利空间	套利操作	所需时间	年化无风险收益率（期现比按2:8）
期货合约IF1012	3531	3320	3532	3308	4.22%	沽空	12月到期	5.06%
嘉实300指数基金（LOF基金）代码160706	0.857	0.855	0.859	0.852	/	在沽空期指的同时买入	/	/
平均	/	/	/	/	3.68%	/	/	11.75%

注1：按中金所规定，近期合约保证金比例为15%，远期合约保证金比例为18%，各期货公司加1个点，近期为16%，远期为19%。2010年4月16日，1手沪深300指数期货合约的开盘价计算的价值约为101.64万元（3388×300元/点）。

注2：现货交易选用交易量最大、流动性最好的嘉实300指数基金（160706）。

注3：在期货和现货的套利交易中，资金利用率与期货合约的保证金比例有关。所谓资金利用效率，指可以锁定收益的本金比例。但本案例中为了表述清楚，资金利用效率均按80%计算。

注4：期货合约到期时间为当月的第3个周五。如IF1005到期日为5月21日。IF1006到期日为6月18日。IF1009到期日为9月17日。IF1012到期日为12月17日。

在实际操作中，套利者如果用250万元套利，则可买入200万元（80%资金比例）现货，即嘉实300指数基金；同时用32万元的保证金沽空2手5月到期的主力期指合约IF1005（价值200万元）；剩余18万元作为期货保证金，则可锁定1.83%的收益。由于锁定的收益最长在5月21日合约到期日即可实现，因此年化收益率达到18%以上（1.83%×12×80%）。

4. 其他套利策略（spread trading）

（1）跨市场套利（intermarket spread）：同一品种的合约在不同市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场出现不同的价格。

（2）跨时间套利（time spread）：同一市场上对同一品种不同交割月份的合约进行套利。

（3）跨品种套利（intercommodity spread）：两个具有相同交割月份、具有相关性但不同指数品种间的套利。

5. 投机策略

（1）目的：通过股指价格的变动进行获利。

（2）种类：①多头投机：预计股指要上涨而买入期货合约（开多仓）。②空头投机：预计股指要下跌而卖出期货合约（开空仓）。

如：沪深300指数12月份交割的期货合约价格为1500点，甲预计该价格会上升，乙预计该价格会下跌。甲买入10份沪深300指数12月份交割的期货合约，乙卖出10份沪深300指数12月份交割的期货合约。1个月，该合约价格上升到1550点，则甲以此价格平仓，获利为：(1550－1500）×100点×10份＝50000元（不计交易费用）。而乙以此价格平仓，损失为50000元（不计交易费用）。

6. 股指期货套利和ETF、权证等的区别

股指期货不同于ETF、权证交易。尽管ETF基金带有指数投资性质，但因其不是期货交易，故和股指期货交易也有明显的区别，如不借助专门软件，达不到大额起点（100万份）就不能做T＋0回转交易，不能做空，非保证金交易等。

尽管权证带有远期交易的特征，也可T＋0，但实际上它买卖是某种未来按既定价格进行股票买卖的权利，而且不是按每日无负债制度结算，故和股指期货交易也有明显的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，金融期货在我国资本市场的重新出现，必然极大地改变和丰富套利交易的格局。随着未来利率期货的再次推出，以及股指期货的逐渐“平民化”，金融期货的套利将使不同类型的投资者的风险和收益特征出现“上天入地”般的差别。希望投资者不要把金融期货市场看成是一个纯粹的投机市场，抱着投资的心态去发掘其中的套利机会，最终却坐享丰厚的投机结果和投机收益，不正是我们所提倡和追求的投资境界吗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

通过五章的讲解，希望使读者对资本市场中略带神秘面纱的套利交易的各种基本玩法有了一个初步的印象和了解。但是书中所列举的这些套利手段、套利策略和套利案例仅仅是冰山一角。鉴于作者的能力和经验所限，本文对于有志于进行套利交易的投资者也只能起到一个抛砖引玉的启蒙作用。相信随着全球资本市场的联系更加紧密，特别是我国资本市场金融创新的加速，新的交易品种的不断涌现，一定会给套利交易提供一片更为广阔的乐土。

笔者欢迎与读者朋友共同探讨套利的心得与技巧，并祝愿读者朋友能够通过套利交易，在风险莫测的资本市场中游刃有余，实现财富梦想。

孟　京

2010 年 5 月